

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (6)

L'année 2013

Christian BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion

www.christian-biales.fr

Ce site se veut **évolutif**. Pour cela il fait l'objet d'un **enrichissement documentaire régulier**.

© **Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.**

Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.

Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

CHRISTIAN BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion
Montpellier (France)

www.Christian-Biales.fr

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi [mettre un lien vers cette page](#)

Avertissement : dans ces différents documents, les faits sont relatés en caractères « Times ».

Ce qui est écrit en caractères « *baskerville* » correspond à des explications « objectives » que je donne de ces faits.

Ce qui écrit en caractères « *Apple Chancery* » correspond à des points de vue strictement personnels.

• **JANVIER 2013 (L'UE AURA UN 28^{ÈME} MEMBRE LE 1^{ER} JUILLET) ->**

1^{er} janvier : pour les États-Unis, l'année 2013 commence plutôt bien : ils échappent à la « falaise budgétaire » puisque les deux chambres adoptent un compromis avec l'exécutif.

À partir de ce début d'année 2013, tous les nouveaux emprunts publics des États membres de la zone euro vont être dotés de clauses d'action collective (CAC). En a décidé ainsi un comité européen pour éviter les défauts désordonnés et pour que fonctionne mieux le marché de la dette souveraine. Il s'agit de fixer le cadre des négociations entre un État en difficulté et ses créanciers quand il doit y avoir restructuration de sa dette publique. Ainsi, quand cette négociation aboutit à ce que $\frac{3}{4}$ des créanciers votent pour l'allongement de maturité de la dette et/ou la réduction de son montant, l'accord vaut pour tous. Ce dispositif va concerner 55% des emprunts émis en 2013 et concernera la totalité des dettes souveraines de la zone euro dans une dizaine d'années.

L'année 2013 commence bien aussi pour la dette française : le jeudi 3, l'État français emprunte sur 10 ans au taux de 2,07%, qui est un plus bas historique.

Sur les places boursières, encouragées par l'évitement de la falaise fiscale aux États-Unis et par l'éloignement du risque d'implosion de la zone euro, la première semaine se termine sur de bons scores : +2,44% pour le CAC40 (à 3730 points), -0,03% pour le DAX30, +3,26% pour le Footsie, +2,53% pour le Dow Jones, +2,72% pour le Nasdaq et +2,82% pour le Nikkei. L'euro cote 1,306\$.

À la fin de la deuxième semaine, les performances sont un peu moins homogènes : -0,64% pour le CAC40 (à 3706 points), -0,78% pour le DAX30, +0,52% pour le Footsie, +0,40% pour le Dow Jones, +0,77% pour le Nasdaq et +1,06% pour le Nikkei. L'euro cote 1,334\$.

La troisième semaine se termine quant à elle sur des résultats globalement positifs : +0,96% pour le CAC40 (à 3742 points), -0,17% pour le DAX30, +0,54% pour le Footsie, +1,20% pour le Dow Jones, +0,29% pour le Nasdaq et +1,03% pour le Nikkei.

Le lundi 21, élection du ministre de l'économie néerlandais Jeroen Dijsselbloem (prononcer : Yé-roun deille-seul-bloum) à la tête de l'Eurogroupe pour prendre la suite, pendant 2 ans et demi, de Jean-Claude Juncker qui en aura été le Président depuis sa création en 2005.

En ce début de quatrième semaine, la banque centrale japonaise répond aux nombreux appels que lui adresse le premier ministre qui voudrait que la politique monétaire aide davantage le pays à sortir de la déflation : la BoJ prend plusieurs mesures d'assouplissement et élève à 2% son objectif d'inflation. On constate aussitôt une dépréciation du yen, ce qui fait craindre à plusieurs responsables occidentaux un retour de la guerre des monnaies. D'ailleurs, l'euro monte ces temps-ci face non seulement au dollar mais également par rapport au yen et au franc suisse : la force de l'euro handicape beaucoup les pays de la zone euro dans la mise en œuvre de leur stratégie de croissance. Comme le dit Charles Wyplosz, « la zone euro est le dindon de la farce, coincée qu'elle est entre les politiques non conventionnelles des États-Unis et du Japon qui dévaluent de facto leurs monnaies et le refus de l'Allemagne d'emboîter le pas, ce qui a pour effet de faire monter le cours de l'euro et de nuire à nos exportations. Nous ne sommes pas sortis de l'auberge ! » (voir Le Monde du 21 février).

Le 22 janvier, F. Hollande et A. Merkel fête à Berlin les 50 ans du traité de l'Élysée signé par le Général de Gaulle et K. Adenauer pour sceller l'amitié franco-allemande.

Le mercredi 23, le premier ministre britannique David Cameron annonce, lors d'un discours fait au siège londonien du groupe Bloomberg, que si les conservateurs emportent les élections législatives en 2015 il proposera à ses concitoyens un référendum pour savoir s'ils souhaitent ou non rester dans l'UE. Cette annonce s'inscrit en définitive dans la logique du comportement du Royaume-Uni vis-à-vis de l'Union européenne : depuis longtemps, ce pays ne conçoit l'UE que comme un grand marché et tente toujours d'obtenir un traitement privilégié au sein de l'UE. Entre autres responsables européens, le Président

français F. Hollande réagit aussitôt : « ce que je dis au nom de la France, en tant qu'Européen, c'est qu'il n'est pas possible de négocier l'Europe pour faire faire ce referendum (...) On ne peut pas l'abaisser, la diminuer, sous prétexte de proposer d'y rester ».

D'une certaine façon, si le Royaume-Uni décidait de quitter l'UE, ce serait peut-être redonner une grande chance à la construction politique de l'Europe et de retrouver ainsi le chemin tracé par les pères fondateurs...

À la fin de la 4^{ème} semaine, et en considérant le contexte du moment, les marchés sont plutôt en très bonne forme au point que l'idée de bulle financière fait sa réapparition : +0,98% pour le CAC40 (à 3778 points), +2,02% pour le DAX30, +2,11% pour le Footsie, +1,80% pour le Dow Jones, +0,45% pour le Nasdaq, +0,12% pour le Nikkei. Et l'euro cote plus de 1,34\$.

• Février 2013 ->

Au tout début du mois, les places financières enregistrent des performances très mitigées mais meilleures que ne pourraient les justifier les mauvaises situations que connaissent de grandes banques européennes, à commencer par le Crédit agricole en France : -0,12% pour le CAC40 (à 3774 points), -0,31% pour le DAX30, +1,00% pour le Footsie, +0,82% pour le Dow Jones, +0,93% pour le Nasdaq et +2,42% pour le Nikkei.

L'euro est haut puisqu'il cote plus de 1,37\$. D'ailleurs, plusieurs responsables de la zone euro, à commencer par le Président de la République française, s'en émeuvent ouvertement. Se pose ainsi la sempiternelle question du taux de change d'équilibre d'une monnaie et on sait qu'il n'y pas de réponse univoque à cette question (voir sur ce site notre document sur le taux de change). *En effet, étant donné l'hétérogénéité de la zone, si taux de change d'équilibre il y avait, il dépendrait des circonstances économiques générales et surtout il ne serait pas le même selon les pays : des experts estiment par exemple que l'Allemagne peut supporter un euro à près de 1,80\$ tandis que la France commence à souffrir avec un euro à 1,24 et l'Italie avec un euro à 1,17\$ (remarquons toutefois que les exportations, françaises en particulier, ont un contenu en importations de plus en plus important : il ne faut donc pas forcément compter sur une baisse de l'euro pour rééquilibrer les comptes extérieurs). De plus, on constate que, dans une zone euro globalement peu ouverte (environ à 25%), ce qui signifie que globalement elle n'est pas trop sensible aux mouvements du taux de change, le rééquilibrage de la situation des pays du Sud par rapport à ceux du Nord passe par une montée en régime de leur moteur « extérieur » (celui de leurs exportations). Or, un euro trop fort pour eux empêche cette montée en régime. Lors d'une intervention faite le mercredi 20 à Berlin devant des économistes, A. Merkel considérera qu'un euro compris entre 1,30 et 1,40 \$ lui semble tout à fait normal.*

Comme tous les premiers jeudis de chaque mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit le jeudi 7 : les taux directeurs sont maintenus. Mais, lors de sa conférence de presse, le Président Draghi se montre certes convaincu que la crise de la zone est bel et bien endiguée mais il est aussi moins optimiste que le mois précédent sur la situation d'ensemble. Cela suffit pour faire baisser fortement l'euro qui perd ainsi en un jour ce qu'il avait gagné en 10 séances, en cotant moins de 1,34\$ (1,3365\$). Par ailleurs, il estime qu'un lien existe entre le taux de change et la stabilité des prix. Autant dire qu'il lance un pavé dans la marre puisqu'il établit un lien entre l'objectif interne et l'objectif externe, alors qu'il y a depuis la création de la BCE une primauté absolue de l'objectif interne. Cela dit, les grands argentiers du G7, juste avant la tenue du G20 le 15, réaffirmeront leur « engagement de longue date pour des taux de change déterminés par le marché ».

Le vendredi 8, réunion à Bruxelles du Conseil européen pour arrêter le budget de l'UE pour les 7 années à venir. Après 34 heures de négociations, le compromis débouche sur une réduction des crédits d'engagements, de 993 milliards d'euros pour 2007-2013 à 960 milliards pour 2014-2020 : « nous ne pouvions simplement pas ignorer les réalités économiques extrêmement difficiles » dit le Président du Conseil. Il n'empêche qu'aussitôt les eurodéputés, toutes tendances confondues, menacent de ne pas voter ce budget en l'état.

Sur la semaine qui s'achève, avec un discours prudent du Président de la BCE et des péripéties politiques en Espagne et en Italie, les places boursières enregistrent des résultats négatifs, surtout en Europe : -3,29% pour le CAC40 (à 3649 points), -2,31% pour le DAX30, -1,31% pour le Footsie, -0,12% pour le Dow Jones, +0,46% pour le Nasdaq et -0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3361\$.

Le mercredi 13, le premier ministre français J.-M. Ayrault reconnaît que l'objectif de 3% de déficit ne pourra pas être atteint comme annoncé fin 2013 mais réaffirme l'objectif de 0% pour la fin du

quinquennat. « Ce qui compte, c'est la trajectoire ». Et c'est bien sur ce point que vont se battre les responsables français à Bruxelles. Point positif : Olivier Rehn, le Commissaire aux affaires économiques, déclare qu'il est prêt à analyser les situations des pays au cas par cas et que « en cas de détérioration de la conjoncture, un pays peut recevoir plus de temps pour corriger son déficit excessif, s'il a fourni les efforts structurels ». Il n'empêche que la France est placée sous surveillance accrue, vu que le déficit prévu pour 2013 atteint au moins 3,6%.

Remarque : quand le Président français reconnaîtra-t-il qu'il va être pratiquement impossible d'honorer son engagement d'inverser la courbe du chômage d'ici la fin de cette année ? La Commission européenne prévoit pour la France un taux de chômage de 10,7% en 2013 et de 11% en 2014...

Sur les marchés financiers, la troisième semaine, se termine sur des performances très moyennes : +0,30% pour le CAC40 (à 3660 points), -0,77% pour le DAX30, +1,03% pour le Footsie, -0,08% pour le Dow Jones, -0,06% pour le Nasdaq et -1,61% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3361\$.

Les 15 et 16 février, réunion à Moscou du G20 ; qui, pourrait-on dire une fois de plus, est une réunion « en vain » car, d'une part, l'opposition entre ceux qui souhaitent que l'on modère les assainissements budgétaires et ceux qui voient en cela du laxisme reste entière et, d'autre part, tous les participants promettent haut et fort de ne pas pratiquer de « dévaluation compétitive » alors qu'il semble assez évident qu'une guerre des monnaies est d'ores et déjà ouverte quand on regarde les comportements monétaires des États-Unis, du Japon et de la Chine.

Le mercredi 20, compromis entre le Parlement européen et le Conseil européen sur le « two-pack » : le PSC, déjà renforcé en octobre 2011, est complété par la possibilité donnée au Commissaire chargé des affaires économiques de demander aux gouvernements dont les finances publiques sont en déficit excessif de modifier leur projet de budget avant que celui-ci ne passe devant le parlement national.

C'est également ce mercredi 20 que l'agence S&P fait un commentaire positif sur la situation économique française, au vu d'une part des efforts en matière de compétitivité et d'autre part de la réforme annoncée du marché du travail : l'agence estime donc que la France peut rester pour l'instant à sa note actuelle AA+.

Le vendredi 22, l'agence Moody's dégrade d'un cran le Royaume-Uni, de Aaa à Aa1, à cause d'une croissance trop faible, d'où de gros risques pour sa dette qui pourrait approcher les 100% du PIB au milieu de la décennie.

Sur les marchés financiers, la dernière semaine du mois est marquée par de fortes fluctuations, essentiellement à cause de divergences au sein du staff de la Fed révélées dans les « minutes » de sa réunion de janvier qui viennent d'être publiées : certains de ses membres souhaitent que la Fed cesse ses rachats d'actifs, et par conséquent sa stratégie de création monétaire à tout va. Les marchés craignent un retour brutal à une stratégie orthodoxe. +1,25% pour le CAC40 (à 3706 points), +0,90% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, +0,13% pour le Dow Jones, -0,95% pour le Nasdaq et 1,90% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3192\$.

La fin du mois de février est principalement marquée par le déclenchement d'une crise politique en Italie puisque, suite aux élections législatives qui ont donné la victoire à l'anti-euro et à l'anti-rigueur, la 3^{ème} économie de la zone euro est sans gouvernement !

Également cette fin de mois, et faute d'un accord entre les Républicains et les Démocrates, des coupes budgétaires automatiques –et non sélectives– d'un montant de 85 milliards de dollars vont s'appliquer aux États-Unis. Ce dispositif, dit du « séquestre », appelé aussi « falaise budgétaire », prévu par une loi d'août 2011, va avoir de graves conséquences tout particulièrement sur la qualité des services publics et sur le niveau de la croissance, non seulement aux États-Unis mais aussi, par contrecoup, dans le monde entier.

• Mars 2013 ->

À cause des incertitudes politiques italiennes et de la catastrophe budgétaire américaine, le mois commence sur les places boursières par des résultats volatiles et mitigés : -0,17% pour le CAC40 (à 3700 points), +0,60% pour le DAX30, +0,68% pour le Footsie, +0,64% pour le Dow Jones, +0,25% pour le Nasdaq et 1,94% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3023\$.

La réunion de l'Eurogroupe du 4 mars est agitée par deux dangers importants : le cas chypriote et la situation italienne.

Lors de sa réunion mensuelle, la BCE a maintenu le jeudi 7 mars le statu quo de ses taux directeurs. Comme la situation de la zone euro est très préoccupante (révision à la baisse du taux de croissance de la zone euro en 2013 de -0,3% à -0,5% et progression du chômage), et bien que le risque de spirale déflationniste ne soit pas exclu (une inflation de 1,6% est prévue pour 2013), cette décision peut s'expliquer par la pression que la BCE veut exercer sur les gouvernements pour qu'ils réalisent les réformes structurelles nécessaires et continuent à réduire leurs déficits publics. M. Draghi a cependant confirmé que la BCE aurait une politique monétaire accommodante aussi longtemps qu'il le faudra.

Sur les marchés boursiers, la première semaine de mars se termine sur de très bons résultats, boostés par de fortes progressions à Wall Street qui enchaîne les séances haussières et bat des records, et lui font effacer 5 années de crise grâce aux bonnes nouvelles sur le front de l'emploi et à la politique monétaire accommodante de la Fed : +3,79% pour le CAC40 (à 3840 points), +3,61% pour le DAX30, +1,65% pour le Footsie, +2,18% pour le Dow Jones (à 14397 points), +2,35% pour le Nasdaq et +5,84% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3005\$.

Le mardi 12, lors d'un déplacement à Dijon et dans sa région, le Président F. Hollande indique, pour la première fois, que le déficit public sera « sans doute à 3,7% en 2013 ». Notons qu'il a l'occasion d'insister sur les blocages qui handicapent l'action de l'État en France, qu'il résume par trois mots : lenteur (des actions et réactions des acteurs économiques), lourdeur (des procédures) et torpeur générale. Le hasard veut que le même jour, le gouverneur de la Buba considère que la crise n'est pas finie dans la zone euro, et c'est lui qui avait quelques jours plus tôt, devant les élèves d'HEC, estimé que « le cours des réformes semble piétiner en France » ...

Le mercredi 13, le Parlement européen « rejette sous sa forme actuelle » le projet de budget de l'UE pour la période 2014-2020 tel qu'il a été mis au point - difficilement - lors du Conseil européen du 8 février.

Les jeudi 14 et vendredi 15, le Conseil européen se réunit, avec pour principal ordre du jour la stratégie permettant d'assurer la compatibilité entre l'austérité qu'impose la situation des finances publiques et la croissance que nécessite l'aggravation considérable du chômage. Il y a bien consensus sur l'urgence à trouver une telle stratégie mais peu de décisions sont prises : celles-ci semblent renvoyées au Conseil qui doit se tenir le 23 mai...

Notons que ce problème de « Policy mix » entre austérité budgétaire et relance macroéconomique est en ce moment commun à la zone euro et aux États-Unis, lesquels en effet sont aux prises avec des coupes sombres dans les dépenses publiques et désireux en même temps de lutter contre le chômage en relançant la consommation au moyen en particulier d'une augmentation du salaire minimum.

Le samedi 16, un accord est trouvé pour financer **Chypre** entre l'Eurogroupe et le FMI avec un plan de sauvetage de 10 milliards d'euros maximum : 9 pour la zone euro et 1 pour le FMI, alors que la demande porte sur 17 milliards, c'est-à-dire l'équivalent d'une année de PIB. Chypre est ainsi le 5^{ème} pays de la zone euro à bénéficier d'une aide internationale, après la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne pour ses banques, comme c'est le cas pour Chypre dont les établissements financiers sont au bord de la faillite à cause de la restructuration de la dette grecque. Mais, comme Chypre serait incapable de rembourser une dette de 17 milliards, l'Eurogroupe et le FMI demandent que Chypre apporte les 7 milliards complémentaires : pour compléter les recettes tirées d'une hausse du taux de l'impôt sur les sociétés (de 10 à 12% !), d'une taxe sur les plus-values et de privatisations, il faut trouver 5,8 milliards. Il est envisagé pour cela, par le FMI et quelques États membres comme l'Allemagne, de réaliser une « faillite ordonnée » des deux principales banques en situation de faillite, mais la solution proposée par la Commission européenne, soutenue par la BCE et par des États membres, dont la France, est préférée. Ce sera une taxation des dépôts bancaires, taxation à 6,75% pour les dépôts jusqu'à 100 000 euros et à 9,9% au-delà (le Président chypriote aurait refusé une seule taxation, à 2 chiffres, des dépôts supérieurs à 100 000 euros pour ne pas entrer en conflit en particulier avec les déposants russes qui sont majoritaires dans les non-résidents dont les comptes de dépôt représentent 45% du total). L'exigence de l'Eurogroupe et du FMI s'explique aussi par le souci d'obliger Chypre à se réformer pour ne plus être un paradis bancaire et fiscal. Notons que le secteur bancaire chypriote présente deux caractéristiques spécifiques : il est hypertrophié puisqu'il pèse 8 fois le PIB et les dépôts représentent 90% du bilan bancaire consolidé, ce qui signifie que son sauvetage ne peut pas passer uniquement par des sacrifices demandés aux actionnaires et aux porteurs des obligations bancaires. Mais, même si elle est présentée comme une taxe

exceptionnelle sur le patrimoine, cette taxation est comprise comme une remise en cause du principe européen de la garantie des dépôts jusqu'à 100 000 euros et il est évident qu'elle va toucher les petits épargnants, même si l'objectif sous-jacent est de lutter contre le blanchiment d'argent (notons que le président Poutine juge cette décision « injuste, non professionnelle et dangereuse »). Cette décision entraîne bien évidemment à Chypre une « course aux guichets » mais ceux-ci sont fermés rapidement et pour plusieurs jours, et une forte colère sociale. Et les Bourses européennes mais aussi asiatiques, et l'euro, baissent dès le lundi.

La fin de la semaine se termine sur les marchés boursiers par des performances positives, entraînées par celles de Wall Street qui ne cesse de monter (le CAC40 est de son côté au plus haut depuis l'été 2011) : +0,10% pour le CAC40 (à 3844 points), +0,71% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, +0,81% pour le Dow Jones, +0,14% pour le NASDAQ et +2,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3076\$.

Le lundi 18, devant l'accumulation des réactions négatives et étant donné les risques de contagion, l'Eurogroupe réajuste le tir en proposant à Chypre de ne pas taxer les comptes dont le solde est inférieur à 100 000 euros, façon de rester conforme avec le principe européen de garantir jusqu'à cette somme les dépôts en cas de faillite (cette volte face de l'Eurogroupe peut légitimement inquiéter sur la qualité de son mode de gouvernance). Mais le gouvernement chypriote décide de taxer à 6,75% tous les dépôts compris entre 20 000 et 100 000 euros et à 9,9% au-delà. Face à cette crise, la BCE, qui était présente lors de la réunion du FMI et de l'Eurogroupe, affirme de son côté qu'elle fournira autant que nécessaire des liquidités aux banques chypriotes.

Remarque : c'est la loi du 25 juin 1999 qui régit en France l'indemnisation des déposants jusqu'à 100 000 euros, par déposant et par banque, en cas de faillite de leur établissement financier, avec la création du Fonds de garantie des dépôts –FGD (la loi prévoit un plafond de 70 000 euros pour les titres ; un autre mécanisme couvre les contrats d'assurance-vie, avec un plafond de 70 000 euros par contrat et par société d'assurances ; les fonds déposés sur les livrets A, LDD et LEP sont garantis par l'État À 100%, indépendamment du FDG). C'est depuis le 1^{er} janvier 2011 que le plafond de garantie de 100 000 euros par déposant s'applique à toute l'Union européenne.

Le mardi 19, le parlement chypriote rejette en bloc le projet de loi sur la taxation des dépôts bancaires. Mais alors, comment trouver les 5,8 milliards ? Le FMI et les Allemands affirment qu'il n'y a pas de « plan B » ... Et tout le monde attend que le « plan B » soit trouvé par Chypre elle-même. La situation entraîne une chute brutale des Bourses.

Le mercredi 20, Chypre cherche en vain à obtenir une aide la Russie.

Le jeudi 21, la BCE met les autorités chypriotes en demeure de trouver un plan B avant le lundi suivant en les menaçant de priver les banques de ses liquidités, façon pour elle de combattre le risque d'aléa moral, et l'agence Standard & Poor's dégrade la dette de Chypre d'un cran à CCC en mettant en garde contre une faillite de l'île. De son côté, le Président de l'Eurogroupe considère que la crise chypriote est de type systémique ; mais la faillite du pays pourrait-elle emporter effectivement toute la zone euro alors que Chypre ne pèse que 0,2% du PIB ?

La crise financière de Chypre s'approfondit donc et peut s'élargir par contagion, qui est le risque le plus important que fait craindre tout phénomène de crise chez l'un des États membres. Et comme pour toute crise de dette souveraine, qui est de type financier, les répercussions possibles de la crise chypriote sont macroéconomiques, puis sociales et politiques.

Le vendredi 22, le parlement chypriote vote une restructuration du secteur bancaire.

En fin de semaine, les Bourses enregistrent certes des baisses, mais pas très fortes car elles se rétablissent un peu après la chute de mardi : -1,92% pour le CAC40 (à 3770 points), -1,63% pour le DAX30, -1,49% pour le Footsie, -0,01% pour le Dow Jones, -0,13% pour le Nasdaq et -0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2819\$.

Le lundi 25, fin de l'ultimatum de la BCE, qui pourra continuer à soutenir le système bancaire chypriote parce qu'un compromis est trouvé in extremis. L'essentiel de ce compromis tient en les décisions concernant les deux principales banques de l'île, « Bank of Cyprus » et « Laiki Bank », qui rassemblent à elles seules 80% des avoirs bancaires. La banque Laiki est démantelée (d'où de fortes pertes pour ses actionnaires et ses créanciers obligataires) et ses bons actifs, en particulier les dépôts inférieurs à 100 000 euros, sont transférés à Bank of Cyprus ; les dépôts supérieurs à 100 000 de Laiki sont gelés et utilisés

pour régler ses dettes et pour recapitaliser l'autre banque par conversion en capital. Mais Bank of Cyprus doit absorber ce que Laiki doit à la BCE (9 milliards) et les dépôts de plus de 100 000 euros qu'elle a seront taxés à 40% contre des actions pour conforter sa recapitalisation (ceux faits chez Laiki seront taxés à 60%). Cette taxation prendra la forme d'une retenue à la source lors de la réouverture des banques. Par ailleurs, il y aura la cession des filiales et des succursales que les banques chypriotes ont en Grèce pour diminuer d'environ 40% la taille du système bancaire, de façon à ce que celle-ci se rapproche de la moyenne européenne.

À la suite de cette solution apportée au cas chypriote, le Président de l'Eurogroupe crée beaucoup d'inquiétude en disant que cette solution pourrait servir d'exemple pour le traitement de cas analogues : se sentent alors visés la Slovénie qui a un système bancaire également malade et le Luxembourg ainsi que Malte dont les systèmes bancaires sont également hypertrophiés.

Le mercredi 25, et pour que l'ouverture des guichets bancaires prévue le lendemain ne s'accompagne pas de sorties de capitaux massives, Nicosie instaure pour un temps un contrôle des mouvements internationaux de capitaux, c'est-à-dire un contrôle des changes.

Cette mesure, qui est très grave parce qu'elle est contraire au fonctionnement interne de la zone euro, donne lieu à toute une série de commentaires, et certains vont jusqu'à annoncer la sortie de Chypre de la zone euro. On peut en effet considérer que cette mesure crée de fait deux euros, l'euro communautaire et l'euro chypriote dont la circulation ne sera plus libre. Et d'après le triangle d'impossibilité de Mundell, comme la liberté de circulation des capitaux est supprimée, Chypre doit retrouver la souveraineté de sa politique monétaire, ce qui revient à une sortie de la zone euro... Selon certains, une sortie de l'euro serait d'ailleurs peut-être une bonne solution pour Chypre, qui aurait ainsi la possibilité de dévaluer pour contrer l'affaiblissement de son économie que vont lui causer l'amputation d'une partie importante de son système bancaire et les faillites probables de nombreuses entreprises. En tous les cas, à quand l'harmonisation fiscale ? Et vivement l'union bancaire ! Mais en milieu de ce mois, l'Allemagne demande un changement des traités pour que soit mise en place l'union bancaire. Autant dire que celle-ci va être encore retardée alors que la BCE ne cesse de dire qu'elle est cruciale pour la stabilisation de la zone euro.

Au total, la crise semble écartée pour la zone euro mais les difficultés économiques et sociales commencent pour Chypre...

Sur les places boursières, la fin du mois se traduit par des performances, marquées par la crise chypriote : -1,03% pour le CAC40 (à 3731 points), -1,47% pour le DAX30, +0,29% pour le Footsie, +0,46% pour le Dow Jones, +0,69% pour le Nasdaq et +2,23% pour le Nikkei. L'euro est orienté à la baisse et cote 1,2818 \$.

Bien que ses finances publiques aient dérapé en 2012 (déficit de 4,8% du PIB au lieu des 4,5% visés par le gouvernement et une dette qui dépasse les 90% du PIB), la France a encore la confiance des marchés puisqu'elle vient d'emprunter à un taux historiquement bas : comparativement à beaucoup d'autres pays de la zone euro, notre pays reste encore une valeur sûre aux yeux des investisseurs.

Notons qu'en ce mois de mars 2013 paraît l'ouvrage de J.-P. Fitoussi, aux « Liens qui libèrent » (LLL), intitulé « Le théorème du lampadaire ». Plusieurs chapitres sont consacrés à l'Europe et à la zone euro. On y lit par exemple (p. 120) : « Après tout, c'est la volonté politique qui a présidé à la construction économique européenne, et c'est l'absence de volonté politique qui pourrait conduire à son effondrement. Dans ce contexte d'empire du vide, la zone euro a été livrée avec trop de malfaçons pour pouvoir perdurer en l'état ».

• Avril 2013 ->

Le 2, annonce d'un plan d'assistance à Chypre (9 milliards sont prêtés par le MESF et 1 milliard par le FMI).

Le jeudi 4 avril, la BoJ (Banque centrale du Japon) décide une importante modification de sa politique monétaire, pour essayer à nouveau de sortir de la déflation que le pays connaît depuis 15 ans : laissant bien sûr ses taux au plus bas, elle va mener dorénavant une politique de base monétaire et accroître ainsi sa création monétaire. Alors que l'objectif de la BCE est de ne pas dépasser sur le moyen terme une inflation de 2%, celui de la BoJ est d'atteindre au contraire ce niveau d'inflation de 2%, et ce dans les deux ans. Il en est attendu une relance, essentiellement par les exportations grâce à une dépréciation du yen. D'ailleurs, sitôt l'annonce faite de ce changement de politique monétaire, la monnaie japonaise est en effet nettement orientée à la baisse.

Ce même jour, la BCE décide le maintien de ses taux directeurs (l'inflation est à 1,7%) et M. Draghi se montre peu optimiste concernant le calendrier de la reprise de l'activité dans la zone euro et se dit prêt à agir pour soutenir l'économie : il se pourrait donc que la BCE baisse ses taux dans les mois prochains, mais de toute façon le taux de change de l'euro s'en ressent immédiatement.

Sur les marchés financiers, la 1^{ère} semaine se termine sur des performances négatives, après des hauts et des bas en cours de semaine : -1,82% pour le CAC40 (à 3663 points), -1,75% pour le DAX30, -2,53% pour le Footsie, -0,09% pour le Dow Jones, -1,95% pour le Nasdaq et +3,51% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2992\$.

Le mercredi 10, la Commission européenne publie une étude consacrée aux déséquilibres macroéconomiques dont souffre la France, en mettant l'accent sur ses problèmes de compétitivité, donc de déséquilibre extérieur et sur l'importance de son endettement public. Elle préconise en particulier des politiques en faveur de la rentabilité des entreprises, de la recherche et de l'innovation.

Le jeudi 11, les responsables de Chypre révèlent que le sauvetage économique de l'île va en fait coûter 23 milliards au lieu des 17 prévus initialement parce que la récession est plus forte que prévu, d'où des besoins financiers accrus. Le sur-coût va peser sur les gros déposants, il y aura des augmentations d'impôts et des privatisations, et la Banque centrale chypriote va vendre une partie de son or : l'avenir économique de Chypre va encore s'assombrir. Cette perspective de vente d'or, à laquelle s'ajoutent des perspectives défavorables pour la croissance mondiale, amplifiées par de mauvais résultats pour l'économie chinoise, affecte durement le cours de l'or qui connaîtra le 15 avril une chute jamais enregistrée depuis 1983.

Ce même jeudi, le FMI exprime ses inquiétudes, essentiellement sur deux points : d'une part, sur l'importance que prend le « shadow banking » parce qu'il y a de plus en plus de transferts de risques vers lui venant du système bancaire « normal », et d'autre part, sur la nécessité d'intensifier l'assainissement des bilans des banques de la zone euro, en priorité de celles qui sont très soumises aux dettes souveraines et qui accumulent beaucoup de créances douteuses, provenant en particulier du monde de l'immobilier.

Au cours de cette deuxième semaine, un débat s'instaure au sein même du gouvernement français à propos de la politique économique suivie : C. Duflot, A. Montebourg et B. Hamon pointent les dangers de la politique de rigueur : selon le ministre du redressement productif, « le sérieux budgétaire, s'il tue la croissance, n'est plus sérieux mais absurde et dangereux. (...) Il est plus que temps d'ouvrir le débat sur cette politique européenne qui conduit l'Union à la débâcle ». Le nouveau ministre du budget (B. Cazeneuve), le premier ministre puis même le Président de la République, qui considère que la politique actuellement menée n'est pas une politique d'austérité et qu'il n'est pas question de changer de cap. Notons que lors du conseil national du PS qui se tiendra à Paris le 13 avril, de très nombreux participants ont applaudi la cinquantaine de salariés grévistes de l'usine de PSA à Aulnay-sous-Bois venus manifester contre ce qu'ils appellent « la trahison » du gouvernement.

La deuxième semaine se termine sur les places boursières par des performances en hausse : +1,80% pour le CAC40 (à 3729 points), +1,12% pour le DAX30, +2,15% pour le Footsie, +2,06 pour le Dow Jones, +2,74% pour le Nasdaq et +5,08% pour le Nikkei, ces résultats, et bien évidemment en particulier le dernier, montrent l'effet qu'a la récente décision de la BoJ. L'euro cote 1,3113\$.

Au cours de la troisième semaine, des prévisions contradictoires sont faites pour la croissance de l'économie française en 2013. D'un côté, le gouvernement prévoit une croissance de 0,1% pour 2013 et de 1,2% pour 2014. D'un autre côté, le tout nouveau Haut Conseil des finances publiques, l'OFCE et le FMI prévoient pour 2013 une récession aux alentours de -0,1%. Certes, l'écart de prévision est faible, et par conséquent sujet à caution. Mais il n'en demeure pas moins vrai que depuis plusieurs mois le gouvernement français a tendance à baser ses décisions sur des prévisions qui pèchent par optimisme. Après avoir dit que c'est fin 2013 que l'objectif de 3% de déficit public serait réalisé, on l'a reporté fin 2014, en fixant à 3,7% l'objectif de déficit pour fin 2013 : ainsi, la France fait-elle partie des 6 pays qui demandent à la Commission un délai supplémentaire pour faire passer leur déficit sous la barre des 3%. En somme, comme le dit le Commissaire européen aux affaires économiques, « le rythme d'ajustement budgétaire en Europe s'est déjà ralenti depuis 2012 ». Plus même, on est en train en France de battre des records à la fois en matière de dépenses publiques (56,9%), de prélèvements (46,5%) et de dette publique (94,3%), ce qui excède le seuil considéré comme critique, même en admettant les erreurs de calcul de

Reinhart et Rogoff. Tout cela complique la réalisation des objectifs affichés et des engagements pris, d'où l'alourdissement du climat de défiance, alors que l'on sait que la confiance des agents privés (ménages et entreprises) est un moteur indispensable pour le redressement.

Pour réduire d'un point de PIB le déficit public, c'est-à-dire d'une vingtaine de milliards, le gouvernement table pour 2014 sur une réduction des dépenses publiques de 14 milliards (avec notamment des réformes concernant notre système de protection sociale, en attendant celle des retraites...) et sur une nouvelle augmentation des impôts de 6 milliards, alors qu'il s'était engagé à ne plus les augmenter... Rappelons ici notre simulation faite plus haut (dans l'annexe qui clôt l'année 2012), qui indique que pour réduire d'un point de PIB le déficit, il convient de réduire concrètement ce déficit de 50 milliards et non de 20 puisqu'il faut prendre en compte le multiplicateur ex post et non le multiplicateur ex ante. Et il faut pouvoir assumer toutes les conséquences à court et à long terme d'une telle politique.

Vendredi 19, deux informations essentiellement : d'une part, la réunion du G20 à Washington qui débouche sur un consensus sur l'échange automatique d'informations bancaires pour lutter contre les paradis bancaires et fiscaux et aussi sur la nécessité de soutenir la croissance, y compris en assouplissant les politiques d'austérité ; d'autre part, la dégradation d'un cran de la dette publique du Royaume-Uni par Fitch, à AA+, après que Moody's l'ait fait fin février.

La fin de cette troisième semaine est marquée sur les places financières par un certain désappointement à cause de la situation décevante à la fois de l'économie mondiale et de la zone euro, dont les politiques minent la croissance, ce qui se répercute partout ailleurs, et aussi à cause de la fausse rumeur de la mort de G. Soros, de la vraie perte (sur l'or) de J. Paulson et de la contestation des travaux de Reinhart et Rogoff (voir plus haut notre annexe pour la fin de l'année 2012) : -2,07% pour le CAC40 (à 3652 points), -3,68% pour le DAX30, -1,53% pour le Footsie, -2,14% pour le Dow Jones, -2,70% pour le Nasdaq et -1,25% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3052\$.

La fin du mois est marquée par trois mauvaises nouvelles pour la zone euro. D'abord, une sorte de fronde du PS français et de certains responsables politiques importants du pouvoir, comme le Président de l'Assemblée nationale, à l'encontre de la politique allemande et même de la personne de la chancelière, A. Merkel. On parle « d'intransigeance égoïste » et on demande un « affrontement démocratique ». Les commentateurs s'inquiètent au sujet de la posture du Président Hollande parce que c'est de toute façon grave, qu'il ait avalisé, ou qu'il ait été mis au courant et qu'il n'ait rien voulu ou pu faire ou encore qu'il n'ait pas été mis au courant si c'est le cas. Ensuite, il semble que l'Espagne affiche des prévisions de déficit totalement irréalistes et ses données statistiques sont de plus en plus contestées. Enfin, il est révélé que la Banque centrale d'Allemagne a envoyé un rapport à la Cour constitutionnelle, à la fin de 2012, pour dénoncer la politique d'OMT de la BCE envers les pays en difficulté de la zone euro : les rachats de titres que celle-ci fait remette en cause le principe de son indépendance. Paradoxalement, et doublement, la chancelière fait pratiquement dans le même temps une analyse où elle souhaite une hausse des taux directeurs : d'abord, c'est la première fois que l'Allemagne émet directement une opinion sur la politique monétaire, ce qui est une entorse à un principe qu'elle est pourtant la première à défendre, et ensuite, il est demandé à la BCE d'augmenter ses taux alors que tout le monde table sur une baisse...

C'est d'ailleurs cette baisse prévue qui dope les marchés financiers : +4,33% pour le CAC40 (à 3810 points), +4,76% pour le DAX30, +2,22% pour le Footsie, +1,33% pour le Dow Jones, +2,28% pour le Nasdaq et +4,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3030 \$.

• Mai 2013 ->

Le jeudi 2 mai, la BCE baisse ses taux directeurs : le « refi » passe à 0,50%, le taux de la facilité de prêt marginal passe à 1% et celui de la facilité de dépôt reste à 0%. Lors de sa conférence de presse, M. Draghi a affirmé très clairement qu'au-delà de cette baisse des taux, qui « devrait contribuer à soutenir les espoirs d'une reprise plus tard dans l'année », la BCE était prête à agir si la situation l'exigeait. Devant une telle détermination, les marchés sont plutôt rassurés ; il n'empêche que certains experts craignent qu'après de telles déclarations qui renvoient à l'OMT augmente le risque d'aléa moral.

Vendredi 3 mai : alors que le ministre français avait fixé il y a peu de temps comme objectif pour 2014 un déficit de 2,9% –alors qu'initialement le Président avait promis de passer sous les fameux 3% d'ici fin 2013- la Commission européenne prévoit que le déficit public français ne pourra pas descendre en

dessous de 4,2% en 2014, et accorde de ce fait à notre pays un délai supplémentaire de 2 ans, donc jusqu'à fin 2015, pour passer sous la barre des 3% (un même délai supplémentaire est accordé aussi à l'Espagne). Deux remarques sont à faire. D'abord, la Commission fait triplement preuve de réalisme : quant à la situation des finances publiques de la France, quant à l'état actuel de la croissance européenne, et parce qu'il lui était difficile de faire autrement, vu que cela serait trop dangereux pour toute la zone de mettre en difficulté la deuxième économie de la zone. Ensuite, cette décision donne certes davantage de marge de manœuvre au gouvernement français pour trouver le bon mix entre redressement des finances et relance de l'économie, mais encore faut-il, selon les tenants de la rigueur, que cet oxygène qui lui est apporté ne le distraie pas des efforts budgétaires et des réformes nécessaires qui s'imposent de toute façon. D'ailleurs, le Président du Conseil européen prévient bien que cela « ne va pas sans contreparties » : il y a donc une forme de conditionnalité. Ces contreparties doivent être déterminées d'ici la fin du mois et, en attendant, des négociations serrées ont lieu entre Paris et Bruxelles, sous l'œil inquiet de Berlin qui se fait de plus en plus de souci sur les capacités de la France à se réformer. Bruxelles officialisera le 29 mai la liste des réformes que la France doit s'engager à faire pour bénéficier de ce délai de grâce. Ces réformes concernent la durabilité du système de retraite, la flexibilité du marché du travail, le coût du travail, la libéralisation des services, l'environnement des entreprises et la simplification de la fiscalité (pour voir le document complet : http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/csr2013_france_fr.pdf). Il est à parier que les marchés financiers scruteront la manière dont la France réalisera ce programme de réformes structurelles et de leur opinion dépendra l'évolution des taux qui, pour l'instant restent très avantageux. Surtout que l'étude que publiera en juin le service Recherche économique de Natixis et qui compare les situations du chômage en France, Espagne et Italie, conclut que la hausse du chômage n'est pas due en France aux politiques restrictives mais bien au manque de réformes structurelles (<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=70563>).

La première semaine du mois de mai se termine encore par des gains sur les places boursières : +2,7% pour le CAC40 (à 3913 points), +3,93% pour le DAX30, +1,48% pour le Footsie, +1,78% pour le Dow Jones, +3,03% pour le Nasdaq, mais -1,08% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3114\$.

Dans son édition du 11, Le Monde fait paraître un article du Professeur J.-P. Vesperini intitulé « Sortons de l'euro pour sauver l'Europe ». Selon l'auteur, il y a très peu de chances qu'un compromis durable soit trouvé entre la France et l'Allemagne, tant leurs objectifs et leurs préoccupations sont différents et même opposés, et il est probable que l'un des deux pays impose en définitive ses vues. « Il est d'ailleurs logique que la fin de l'euro constitue le dénouement de la tragédie franco-allemande puisque c'est la création de l'euro elle-même qui est à l'origine de cette tragédie. En effet, en faisant perdre à chaque État de la zone d'abord sa souveraineté monétaire et maintenant sa souveraineté budgétaire, l'euro aboutit à ce qu'aucun État ne puisse suivre la politique économique qui est adaptée à son économie. L'euro empêche la correction des déséquilibres. En maintenant et en amplifiant les déséquilibres, l'euro crée une divergence croissante entre les États de la zone ». Notons que dans leur édition du 17, Les Échos publient l'opinion de G. Koenig : « récusant à la fois les irresponsables de la relance et ceux de l'austérité, nous proposons une troisième voie : mettre en œuvre une restructuration préventive et ordonnée de la dette française. (...) La restructuration de la dette n'est bien sûr pas une panacée en soi, mais l'instrument d'un nouveau départ économique et social. Elle ne ferait sens que si elle était accompagnée de réformes structurelles majeures, réformes qui ont un coût important et que seules les marges de manœuvre dégagées permettraient de mener à bien ». Notons qu'également dans Les Échos, mais des 13 et 14 septembre 2013, Bruno Colmont, professeur à l'Université de Louvain, s'alarmant que les dettes souveraines de la zone euro atteindront presque 100 % et estimant que la sortie de cette crise n'est pas possible par la croissance - qui ne vient pas - ni par l'inflation - que l'Allemagne refuse - la seule possibilité qui reste est celle de leur effacement.

Le jeudi 16 mai, lors d'une conférence de presse, F. Hollande annonce que « l'an deux, ce doit être l'offensive », et, pour l'illustrer, déclare que « [son] devoir est de sortir l'Europe de sa langueur ». Pour cela, il prend l'initiative dans quatre directions : la création d'un gouvernement économique pour la zone euro, qui se réunirait tous les mois autour d'un véritable président nommé pour une durée longue, un plan pour l'insertion des jeunes, l'installation d'une communauté européenne de l'énergie et le lancement d'une nouvelle étape d'intégration européenne « avec une capacité budgétaire qui serait attribuée à la

zone euro, et la possibilité progressive de lever l'impôt ». "Le gouvernement économique que souhaite F. Hollande –comme son prédécesseur à l'Élysée avant lui- débattrait des principales décisions de politique économique à prendre par les États membres, harmoniserait la fiscalité, commencerait à faire acte de convergence sur le plan social, par le haut, et engagerait un plan de lutte contre la fraude fiscale". Se disant « disposé à donner du contenu à l'Europe politique », F. Hollande répond ainsi aux propositions plusieurs fois faites par l'Allemagne et, en affirmant que « le couple franco-allemand est indispensable à l'Europe », il adoucit la « tension amicale » avec l'Allemagne qu'il voulait entretenir au mois de mars.

Ce même 16 mai, Eurostat publie un communiqué sur le taux d'inflation annuel de la zone euro en avril : il a été de 1,2% contre 1,7% en mars, et contre 2,6% un an auparavant. Pour l'UE tout entière, ces chiffres sont respectivement de 1,4% contre 1,9% et 2,7%. Par rapport à mars, l'inflation annuelle a baissé dans 24 États membres. Certains économistes s'inquiètent d'une telle baisse du niveau général des prix qui, selon eux, nous fait courir d'ores et déjà le risque de déflation, surtout que cette baisse s'accompagne de récession (le PIB de la zone euro est en recul de 0,2% pour le 1^{er} trimestre de l'année, ce qui correspond au 6^{ème} trimestre consécutif, ce qui fait de cette période la plus longue depuis qu'existe le suivi statistique, en 1995) ; à cela s'ajoute une autre information statistique défavorable : dans la zone euro, les crédits au secteur privé ont diminué de 0,9% annuellement en avril, ce qui correspond au 12^{ème} mois d'affilée de baisse.

La fin de la deuxième semaine est marquée sur les marchés financiers par de belles performances, le Dow Jones dépassant les 15 000 points : +1,04% pour le CAC40 (à 3954 points), +1,92% pour le DAX30, +2,54% pour le Footsie, +0,97% pour le Dow Jones, +1,72% pour le Nasdaq et +5,86% pour le Nikkei. L'euro cote 1,299\$. La progression des indices se confirme lors de la troisième semaine du mois : +1,20% pour le CAC40, qui dépasse ainsi le seuil des 4000 points, +1,44% pour le DAX30, +1,48% pour le Footsie, +1,56% pour le Dow Jones, +1,82% pour le Nasdaq et +3,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2839\$. La quatrième semaine marque un net retournement sur les marchés financiers : -1,11% pour le CAC40 (à 3957 points), -1,10% pour le DAX30, -1,02% pour le Footsie, -0,33% pour le Dow Jones, -1,14% pour le Nasdaq et -3,47% pour le Nikkei. Tout se passe comme si les marchés financiers revenaient sur terre et prenaient conscience des difficultés que connaissent l'économie mondiale en général, y compris la Chine, mais surtout la zone euro qui s'enfonce dans la récession. L'euro cote 1,3017\$.

Comme il est indiqué plus haut, la Commission de Bruxelles publie le 29 mai ce qu'elle exige de la France en contrepartie du délai qu'elle lui accorde pour réaliser l'objectif d'un déficit public inférieur à 3% du PIB. Le Président français réagit aussitôt : « en ce qui concerne les réformes structurelles, c'est à nous, et à nous seuls, de dire quel sera le bon chemin pour atteindre l'objectif ».

Le 30 mai, lors d'une rencontre à Paris entre F. Hollande et A. Merkel, on assiste à un rapprochement relativement inattendu de la position allemande sur celle de la France : la Chancelière se déclare en effet favorable à l'idée d'un gouvernement économique de la zone euro pour qu'il y ait davantage de coordination des politiques économiques. Selon F. Hollande, cette coordination concernerait essentiellement l'harmonisation des systèmes fiscaux, la politique sociale, avec des salaires minimaux, l'amélioration de la compétitivité, et la politique énergétique.

Comme le dit bien Le Monde dans son éditorial du 1^{er} juin, les positions françaises exprimées entre les 29 et 30 mai montrent que, comme il est déjà arrivé souvent, « quand il s'agit de l'Europe, l'ADN national est divisé : rhétorique souverainiste un jour, pratique proeuropéenne le lendemain ou le contraire ».

La semaine à cheval sur mai et juin se termine sur les places boursières par des performances en général négatives : -0,21% pour le CAC40 (à 3949 points), +0,52% pour le DAX30, -1,70% pour le Footsie, -1,17% pour le Dow Jones, -0,10% pour le Nasdaq et -5,73% pour le Nikkei, à cause d'incertitude sur les effets de l'expansion monétaire au Japon. L'euro cote 1,2997\$.

• Juin 2013 ->

Le jeudi 6 juin, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs. Mais elle révisé à la baisse sa prévision de croissance pour 2013 dans la zone euro, en estimant qu'il ne pourra pas y avoir un rebond avant 2014.

Le 6 juin aussi, le FMI publie une analyse de la crise grecque et du rôle qu'il y a joué. Certes, il critique le comportement des autorités européennes qui, pour diverses raisons, essentiellement politiques, ont englué

le cas grec dans une crise qui aurait pu être traitée relativement facilement sans leurs atermoiements ; mais il reconnaît aussi ses propres erreurs, notamment en matière de prévisions de croissance. Il constate aussi que ses interventions l'ont écarté de ses principes d'action habituels puisque d'une part l'aide qu'il a consentie à la Grèce représente plus de 3200% du quota de ce pays et que d'autre part il n'est pas intervenu seul ou en duo avec la Banque mondiale mais avec la Commission européenne et la BCE pour former la fameuse « troïka ». D'ailleurs, les dissensions au sein de la troïka ont été une cause importante de l'aggravation de la crise grecque. Il faut en tirer deux leçons principales : d'abord, il faut revoir la gouvernance d'une telle troïka et ensuite, il faut réformer le fonctionnement du FMI qui n'a pas, à un moment où l'économie mondiale se régionalise de plus en plus, les moyens de se porter au secours de plusieurs pays à la fois. Soulignons ici l'importance que revêt cette question de la gouvernance de la troïka : c'est à cause des dissensions existant en son sein que la crise grecque a pris les proportions que l'on sait et qu'elle s'est diffusée à d'autres pays du Sud. Il ne faut donc pas être surpris que certaines personnalités remettent clairement en cause la troïka et préconisent même son abandon, en demandant au FMI de se recentrer sur ses missions de base.

À la fin de la première semaine de ce mois de juin, le Président Hollande demande à l'issue de sa visite au Japon de « bien comprendre que la crise de la zone euro est terminée » et souhaite être « un acteur majeur pour qu'il puisse y avoir un accord de partenariat économique entre l'Europe et le Japon ». Il se dit aussi favorable à la politique macroéconomique menée depuis quelques semaines par le Japon et qui se traduit d'ores et déjà par un redressement de ses performances. Cette politique, surnommée « abenomics » puisqu'elle est menée sous l'égide du premier ministre Shinzo Abe, entré en fonction tout à la fin de 2012, est dite aussi politique des « trois flèches » dans la mesure où elle combine une forte création monétaire, une politique budgétaire également expansive et une stratégie délibérément tournée vers la croissance.

Les marchés boursiers européens évoluent dans la foulée de Tokyo : le Nikkei perd 6,51%, le CAC40 1,92% (à 3873 points), le DAX30 1,13%, le Footsie 2,60% mais les places américaines restent dans le vert : +0,88% pour le Dow Jones et +0,38% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3219\$.

Le mardi 11 juin, la Cour constitutionnelle allemande commence l'examen de plaintes déposées contre le MES et l'OMT qui enfreindraient l'interdiction faite à la BCE d'aider les États membres et seraient donc incompatibles avec la Loi fondamentale allemande qui insiste sur l'indépendance de la Banque centrale.

Il faut malgré tout reconnaître que depuis l'annonce de l'OMT en septembre 2012, la situation de la zone euro s'est bien rétablie et que les taux imposés par les marchés aux pays en difficulté se sont nettement réduits. Et pourtant, le dispositif de l'OMT n'a toujours pas été utilisé : c'est une arme de dissuasion qui révèle mois après mois son efficacité.

Le jeudi 12, Dani Rodrik fait paraître dans « Project Syndicat », un article « Europe's Way Out », où il montre que les réformes structurelles fonctionnent selon le processus de « destruction créatrice » : les secteurs innovants et efficaces peuvent a priori compter sur les ressources libérées par les secteurs en régression et inefficaces. Mais, en période de croissance lente, a fortiori en période de récession, les ressources en facteurs de production, capital et travail, ne sont pas absorbées par les activités nouvelles et dynamiques. Au total, les réformes, comme celles du marché du travail, peuvent être contreproductives et accroître la stagnation de la productivité et de la croissance. D. Rodrik commence ainsi son article : « En fin de compte, l'union économique européenne exige une réduction de l'hétérogénéité structurelle et institutionnelle (en particulier sur les marchés du travail) parmi ses membres. Mais la zone euro est confrontée à un problème à court terme de nature plus keynésienne, pour lequel les remèdes structurels à plus long terme sont au mieux inefficaces et nuisibles au pire ». Selon un autre vocabulaire, celui d'A. Sauvy, le déversement ne se fait pas entre les secteurs inefficaces et les secteurs efficaces.

À la fin de la deuxième semaine, les places boursières restent sur leur tendance baissière : -1,48% pour le Nikkei, -1,74% pour le CAC40 (à 3805 points), -1,54% pour le DAX30, -1,62% pour le Footsie, -1,17% pour le Dow Jones et -1,32% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3346\$.

Le mercredi 19, le Président de la FED, Ben Bernanke annonce pour la fin de cette année, l'arrêt progressif de sa politique monétaire très accommodante quant aux rachats des Bons du Trésor et de titres hypothécaires -les taux directeurs devant cependant rester très bas tant que la situation de l'emploi ne s'améliore pas ; tout en affirmant qu'il pourrait renoncer à ce « sevrage monétaire » si la situation l'exigeait, de manière à ménager les marchés. Il n'empêche que les places boursières (sur)réagissent

aussitôt aux déclarations de B. Bernanke, mercredi et jeudi : à la fin de troisième semaine du mois, elles enregistrent de fortes baisses, mis à part celle de Tokyo. Nikkei + 4,28%, CAC40 -2,02% (à 3728 points), DAX30 -2,21%, Footsie -1,45%, Dow Jones -2,75%, Nasdaq -2,34%. L'euro cote 1,3122\$. Mais les déclarations de Ben Bernanke vont avoir un effet plus lourd de conséquences : les taux d'intérêt auxquels se négocient les dettes souveraines grimpent partout, y compris dans la zone euro, en pénalisant en particulier ses pays les plus fragiles. Ainsi, pour le Portugal, le taux à 10 ans est passé à 6,67% le 25 (il est monté à 1,81% en Allemagne, à 2,44% en France et à 5,09% en Espagne), alors qu'un taux de 7% peut rendre la dette portugaise carrément insoutenable. Or, dans les jours qui suivront, le Portugal connaîtra une crise politique qui fera bondir le taux à près de 8% le 3 juillet ; ce qui fait craindre une récurrence de la crise des dettes souveraines dans la zone euro. On apprend en même temps que l'économie irlandaise est retombée en récession depuis le début de cette année, et cela à cause essentiellement du ralentissement économique de ses partenaires européens. À cela s'ajoute l'inquiétude qu'ont les investisseurs concernant l'évolution de la situation de plusieurs pays émergents : « les grands émergents vacillent » comme titre le journal Le Monde du mardi 25. Sur ce point, il convient de relativiser la baisse de régime des émergents dans la mesure où on compare leurs performances actuelles à celles des années 2000. Or, ces années 2000 ont correspondu pour eux à une décennie exceptionnelle (voir la chronique de J.-P. Petit dans Le Monde du 9 juillet). La conséquence qu'il faut en tirer est que les économies émergentes qui ont été de puissants moteurs de la croissance mondiale pendant la décennie 2000 ne pourront pas jouer un rôle aussi déterminant dans la décennie actuelle ; au point que désormais les économies occidentales reprennent un rôle important dans la croissance mondiale, d'où l'attrait de plus en plus net que celles-ci présentent pour les investisseurs et les marchés.

Le 27, la Cour des comptes présente son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques (<http://www.ccomptes.fr/Publications/Publications/Situation-et-perspectives-des-finances-publiques-2013>) : de très gros efforts doivent être faits pour respecter l'engagement d'avoir un déficit inférieur à 3% du PIB en 2015 (au lieu de 2013). Comme la marge de manœuvre est très faible sur les recettes, c'est au niveau des dépenses que ces efforts doivent porter en priorité. Cela semble a priori particulièrement difficile puisqu'on est encore en récession et que des décisions récentes entrent en contradiction avec cet objectif : augmentation des dépenses sociales, recrutement important – quantitativement – d'enseignants, réformette des niches fiscales en faveur des DOM-TOM, etc. Le budget 2014 pourra-t-il éviter, en respect des engagements pris, d'augmenter à nouveau les prélèvements obligatoires ? Ce serait bien de partager le relatif optimisme qu'adopte O. Blanchard, chef économiste du FMI, dans un entretien donné au Monde (édition du 30 juin-1^{er} juillet), quand il considère que les freins qui brident la croissance française ont des chances d'être prochainement desserrés : le frein monétaire est desserré depuis longtemps, le frein bancaire l'est aussi, le frein budgétaire le sera peut-être en 2014. « Reste le frein de l'absence de confiance en l'avenir, qui explique clairement une partie de la faiblesse de la croissance ». Et on sait que la sinistrose peut avoir de redoutables effets auto-réalisateurs.

Les 27 et 28 juin, Conseil européen des 27 à Bruxelles. J.M. Barroso annonce qu'un « accord politique » a été trouvé avec le Parlement européen sur le budget européen de 2014-2020 : les chefs d'État et de gouvernement entérinent cet accord. Surtout, le Conseil décide de consacrer davantage de crédits à la lutte contre le chômage des jeunes (6 milliards € sur 2 ans), de faciliter l'accès au crédit des PME et de faire de l'union bancaire une « priorité absolue pour la stabilité financière ».

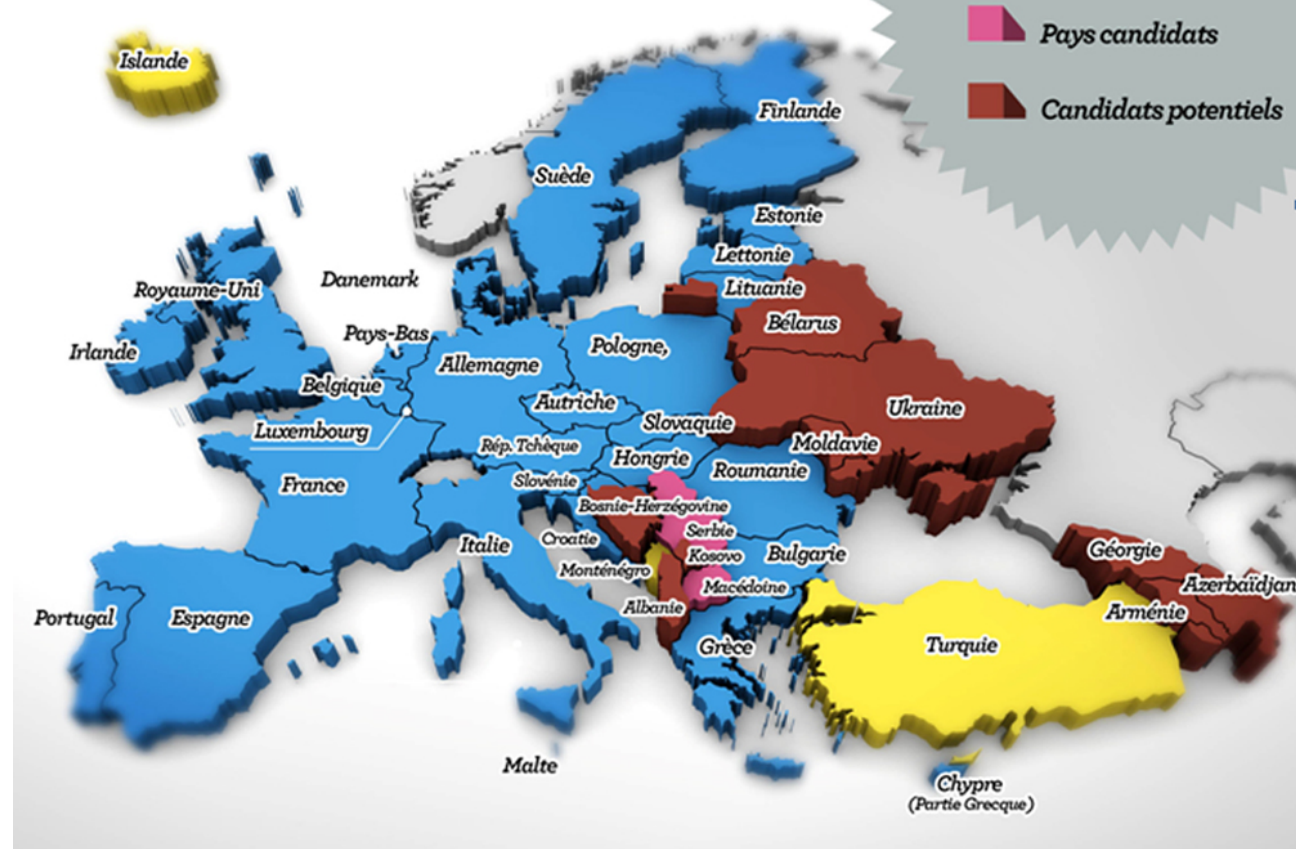
À l'approche des élections législatives dans son pays en septembre, et en tenant compte des difficultés pour faire accepter par les partenaires la révision des traités, la chancelière allemande semble changer de cap. Non seulement sur le plan intérieur en proposant des mesures défendues par le parti social-démocrate (SPD) telles que l'instauration d'un SMIC, mais aussi sur le plan européen : elle renoncerait – au moins provisoirement – à sa vision fédérale de l'Europe pour se rapprocher de la conception – notamment française – d'une Europe des États avec la mise en place d'un gouvernement économique pour la zone euro, la nomination d'un Président « à temps plein » pour l'Eurogroupe et une réforme du MES pour faire de ce fonds de secours, piloté par les États, le dispositif central du traitement des crises bancaires, ce qui, au passage, permettrait de respecter les exigences de la Cour constitutionnelle. Il est évident que ce changement de cap ne peut pas être du goût des autorités bruxelloises...

• Juillet 2013 ->

1^{er} juillet : la Croatie devient le 28^{ème} membre de l'UE.

L'UE s'étend encore plus vers l'est

La Croatie devient le 28^{ème} pays à rejoindre l'Union européenne le 1^{er} juillet. Plusieurs pays attendent toujours leur tour. Voici un état des lieux des États membres et de ceux qui espèrent rejoindre l'UE à l'issue d'un processus qui prend parfois l'allure d'un parcours du combattant.



Source : <http://tempsreel.nouvelobs.com/monde/20130627.OBS4984/carte-l-union-europeenne-s-etend-encore-plus-vers-l-est.html>

3 juillet, conférence à Berlin pour la mise en œuvre des mesures pour lutter contre le chômage des jeunes, décidées lors du Conseil européen des 27 et 28 juin. Les Allemands et les Français ont une vision différente sur la formation à donner aux jeunes : alors que les premiers privilégient l'alternance, les seconds préfèrent miser sur des formations essentiellement académiques, sans relation directe avec les milieux d'affaires.

Judi 4, non seulement la BCE laisse inchangés ses taux directeurs mais elle dit qu'elle les maintiendra ainsi très bas « pour une période prolongée ». Cette annonce marque un changement important dans le mode de communication de la BCE puisqu'elle n'avait pas du tout l'habitude de s'engager ainsi (J.-C. Trichet avait eu cette formule : « we never precommit » : nous ne nous engageons jamais sur l'avenir). Elle se rapproche donc de la Fed qui donne des lignes directrices (« forward guidance »), depuis août 2011, pour nourrir les anticipations des investisseurs. La Banque d'Angleterre adopte elle aussi le même

type de communication et a la même stratégie de politique monétaire très accommodante. Par conséquent, si les deux grandes Banques centrales européennes (BCE et BoE) rejoignent la Fed en ce qui concerne l'importance de la communication, les positions en matière de politique monétaire ne sont plus exactement les mêmes des deux côtés de l'Atlantique depuis les récentes déclarations du Président de la Fed : la BCE et la BoE promettent des taux très bas pour encore longtemps alors que la Fed annonce la fin prochaine de sa politique accommodante (notons cependant que, pour rassurer en particulier les investisseurs suite à ses déclarations du 19 juin, Ben Bernanke a profité d'un discours fait le 10 juillet devant le Bureau américain de la recherche économique pour affirmer qu'étant donné que l'inflation est basse et le chômage élevé, « l'économie américaine a besoin dans un avenir proche d'une politique monétaire très accommodante » ; il réitérera le 17 ce souci devant la commission des services financiers de la Chambre). Mais la BCE ne précise pas, comme le fait la Fed - et comme vient de le décider aussi la BoE -, en fonction de quels critères macroéconomiques - tels que le taux de chômage - elle sera amenée à faire évoluer sa politique monétaire. En tous les cas, la position commune de la BCE et de la BoE a le mérite de détendre immédiatement les taux sur les marchés : ainsi, celui imposé au Portugal redescend-il à 7,05%. En effet, la déclaration du Président de la Fed laisse les investisseurs anticiper une hausse des taux longs non seulement aux États-Unis mais, dans la foulée, aussi dans la zone euro. Or, s'il en était ainsi, les pays européens déjà en difficulté auraient beaucoup de mal à supporter une telle hausse ; d'où la déclaration du Président de la BCE de maintenir bas ses taux « pour une période prolongée ».

Techniquement, on dit que la Fed utilise une forward guidance dite « odysséenne » alors que la BCE commence elle-aussi une forward guidance mais d'un type plus souple et moins contraignant pour elle, qualifiée de « delphique ».

Sur les places boursières, la première semaine de juillet se termine sur des performances mitigées parce qu'elles sont la résultante de bonnes nouvelles venant du chômage aux États-Unis et des intentions de la BCE et de la BoE et des nouvelles moins favorables venant de la Fed et de la situation de grands émergents : +4,63% pour le Nikkei, +0,40% pour le CAC40 (à 3754 points), -1,93% pour le DAX30, +2,58% pour le Footsie, +1,07% pour le Dow Jones, +1,31% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,283\$: cette baisse relative de la monnaie unique est une autre conséquence –plutôt positive pour l'économie européenne- de la position prise par la BCE.

Lundi 8, ouverture à Washington des négociations entre les États-Unis et l'Union européenne sur un accord de libre-échange transatlantique, appelé indifféremment (Transatlantic Free Trade Agreement), TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership) ou PTCI (Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement), ou encore plus simplement « GMT » pour « grand marché transatlantique », qui est en définitive une version modifiée de l'AMI (Accord multilatéral sur l'investissement) négocié entre 1995 et 1997 et qui pourrait reproduire le modèle du Trans-Pacific Partnership (TPP) dont le traité initial a été signé en juin 2005. Les négociations vont sans doute prendre plusieurs années, de quoi apaiser les inquiétudes que cet accord soulève en Europe.

Dans son intervention du 14 juillet, le Président français affirme « la reprise, elle est là » pour lutter contre la sinistrose ambiante (mais il nuancera cette affirmation lors d'un dîner avec la presse présidentielle 4 jours plus tard en précisant que la croissance ne viendra qu'en 2014 et P. Moscovici, ministre de l'économie, dit que « nous sommes en sortie de récession »). Et il reconnaît qu'une augmentation de la pression fiscale sera peut-être nécessaire en 2014, en contradiction avec son engagement du 16 mai. Il a par ailleurs réaffirmé que tant qu'il sera Président de la République, « il n'y aura pas d'exploration du gaz de schiste en France ».

À la fin de la 4^{ème} semaine, les indices boursiers montrent globalement de petites variations mais contrastées : le Nikkei -3,15%, le CAC40 +0,72%, le DAX30 -0,46%, le Footsie -0,70%, le Dow Jones +0,05%, le Nasdaq -0,17%. L'euro cote 1,3277\$ après avoir coté 1,3143 le 19 et 1,3067 le 12.

Étant donné les progrès réalisés par l'État grec, y compris en matière de réduction des effectifs de fonctionnaires et de réforme fiscale, d'où encore d'importantes manifestations, une nouvelle aide va lui être versée d'ici la fin du mois : 4 milliards d'euros par le FESF et 1,8 par le FMI.

• Août 2013 ->

Le 1^{er}, réunion comme chaque premier jeudi de mois du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les taux

directeurs restent inchangés (une nouvelle baisse éventuelle n'a même pas été évoquée). Suite au changement de stratégie de communication du mois précédent, son Président M. Draghi confirme son engagement de « forward guidance » en précisant qu'il vaut jusqu'à nouvel ordre mais qu'il ne sera pas nécessairement respecté systématiquement à chaque fois. De plus, il évoque la possibilité d'aller plus loin en publiant les comptes-rendus des réunions du Conseil ; cela sera discuté à l'automne. En ce qui concerne la situation de la zone euro, M. Draghi estime qu'elle est meilleure qu'il y a un an, que de « gros progrès ont été faits », mais que les efforts budgétaires que font les pays pour rééquilibrer leurs finances publiques « vont continuer à peser sur l'activité économique », avec tous les risques que cela entraîne : la prudence s'impose donc.

La première semaine se termine sur les places boursières par des performances plutôt satisfaisantes : le CAC40 dépasse ainsi les 4000 points et les indices américains enregistrent de nouveaux records historiques parce que les investisseurs ont confiance dans la reprise économique. L'euro cote 1,3279\$ le vendredi 2.

Au début de la deuxième semaine, le FMI fait paraître des « bilans de santé économique » pour la France (le 5) et pour l'Allemagne (le 6).

Pour la France, le FMI estime que la reprise économique dépend essentiellement du niveau de confiance des agents économiques - en adoptant une politique économique plus lisible et en décidant une clarification fiscale - et du degré de compétitivité de l'économie, d'où la nécessité de réformes profondes portant en priorité sur la réduction des prélèvements sur les salaires, sur le marché du travail, sur la formation professionnelle, sur le renforcement de la concurrence sur les marchés de biens et services, sur la réduction des déficits sociaux - avec la question de la réforme des retraites - et sur l'assainissement du secteur bancaire.

Pour l'Allemagne, le FMI estime que sa politique de rigueur budgétaire et les conséquences négatives qu'a sur ses exportations la récession dans toute la zone euro fragilisent sa situation économique et assombrissent quelque peu ses perspectives d'évolution ; d'où la recommandation de surtout ne pas renforcer la rigueur budgétaire et de fonder davantage la croissance sur la demande intérieure. Selon le FMI, le système bancaire allemand doit être restructuré.

En ce qui concerne d'ailleurs les banques européennes en général, le FMI s'est alarmé dans un document d'avril sur la fragilité de beaucoup d'entre elles. Un cercle vicieux risque d'en découler : en cette période de basse conjoncture, les banques sont d'autant plus prudentes, ce qui rejaillit négativement sur leur politique de crédit, et d'un autre côté, les agents économiques ne sont pas tentés d'accroître leur demande de crédits, ce qui met encore plus à mal la rentabilité des banques. De surcroît, des facteurs structurels s'ajoutent à cette dimension conjoncturelle : le système bancaire européen n'a toujours pas tiré toutes les leçons que lui imposent la crise des subprimes et la crise des dettes souveraines en ce qui concerne ses modes d'organisation et de gouvernance.

À la fin de la deuxième semaine, les indices boursiers marquent au contraire des évolutions plutôt négatives : - 5,88% pour le Nikkei, + 0,76% pour le CAC40 (à 4076 points), - 0,82% pour le DAX30, - 0,97% pour le Footsie, - 1,49% pour le Dow Jones, - 0,80% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3342\$.

Le samedi 10, la presse française relate l'essentiel du contenu d'un entretien donné par le ministre de l'économie P. Moscovici à un quotidien régional. Contrairement à une récente déclaration du Président de la République assurant que « la reprise est là », le ministre révisé à la baisse la prévision de croissance pour 2013 (celle-ci serait comprise entre -0,1% et +0,1%, donc inférieure à la prévision de 0,1%, qui résultait elle-même d'une révision à la baisse de la prévision initiale de 0,8%), tout en prévoyant que 2014 sera la première année de croissance véritable depuis 3 ans. Et, en affirmant suivre les recommandations du FMI qui prône clairement une pause fiscale, il annonce néanmoins une augmentation - limitée à 0,3% du PIB - des prélèvements obligatoires pour 2014 ; ce qui est de surcroît contraire à un engagement du Président de la République...

Parce que le manque de réformes structurelles ne permet pas de diminuer significativement les dépenses publiques, il semble que le ministre français fasse naviguer sa politique fiscale entre deux objectifs contradictoires, garder la confiance de Bruxelles et des marchés et ne pas sacrifier encore davantage la confiance des Français. Alors qu'il assure que l'on est sorti de la récession - ce que vont confirmer quelques jours plus tard les chiffres de l'INSEE - , ce serait grave que cette ponction fiscale supplémentaire ait un effet récessionniste. Or, les travaux théoriques comme celui fait il y a tout juste un an par Alesina,

Favero et Giavazzi en montrent la forte probabilité, et, même si les résultats du commerce extérieur sont moins mauvais au premier semestre 2013 qu'au second semestre 2012, on est toujours en déficit extérieur (30 milliards d'euros) et la demande intérieure reste le ressort essentiel de l'activité économique nationale et de la croissance (comme l'investissement est toujours dans le rouge, l'activité économique ne dépend que de la consommation des ménages ; celle-ci reste en ce moment positive essentiellement grâce, paradoxalement, aux dépenses énergétiques restées soutenues à cause du printemps « pourri », mais les dépenses d'alimentation et d'habillement sont mal orientées et les ménages sont obligés de puiser dans leur épargne). De plus, toute hausse des prélèvements obligatoires a des effets négatifs non seulement sur la demande mais également sur l'offre, surtout si les charges qui pèsent sur le travail sont concernées par les augmentations ; d'où des enchaînements nocifs à court terme sur la rentabilité des entreprises, donc sur leurs investissements, sur la croissance, sur l'emploi et sur les finances publiques elles-mêmes, et à plus long terme sur la compétitivité. Au total, on peut craindre que le gouvernement français actuel commette les mêmes erreurs que celles faites au cours des années 1990 par ses prédécesseurs, de droite comme de gauche

Au milieu du mois, les statistiques produites par l'INSEE et par Eurostat sont plus favorables qu'attendu puisqu'elles sonnent la sortie de la récession à la fois de l'économie française et de l'économie de toute la zone euro. Il faut néanmoins rester prudent. D'abord, parce que les taux de croissance annoncés restent très modestes et que, pour ce qui concerne la France, avec un taux prévu pour l'année de +0,1% on est très en deçà du 1% et du 1,5% qu'il faut pour respectivement créer des emplois et faire diminuer le chômage ; ensuite parce qu'il faut savoir comment l'économie française pourra profiter de l'embellie au niveau européen.

Le 22, publication par le cabinet Markit de son indicateur PMI qui évalue l'activité du secteur privé dans la zone euro : sa hausse sur cinq mois consécutifs laisse penser que la reprise pourrait se confirmer au cours du troisième trimestre. La santé de l'économie allemande est le moteur principal de cette bonne orientation de l'activité dans la zone. Mais la question de savoir si la France va pouvoir en bénéficier reste entière et tout est loin d'être rose : l'endettement des pays du Sud reste important, la Grèce refuse toute accentuation de l'austérité et la restructuration de sa dette semble incontournable. D'ailleurs, la chancelière allemande n'a pas hésité à déclarer lors d'un meeting électoral le 28 que « la Grèce n'aurait jamais dû être admise dans la zone euro »

Sur les places boursières, les mois d'été se terminent globalement mieux que d'habitude, même si la dernière semaine d'août enregistre des performances mitigées : +0,08% pour le Nikkei, -1,32% pour le CAC40 (à 4069 points), +0,30% pour le DAX30, -0,12% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones et +1,53% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3382 \$ contre 1,3329 la semaine précédente.

En France, la fin du mois d'août est marquée de deux façons : l'annonce du projet de réforme des retraites et la montée d'une crainte du gouvernement et de la majorité - et du commissaire européen chargé des affaires économiques et monétaires - à propos des effets économiques et politiques de l'aggravation de la pression fiscale.

Sur le plan international, les tout derniers jours du mois d'août sont marqués par les tensions internationales liées à l'aggravation de la situation en Syrie au point qu'une intervention est envisagée. Les marchés d'actions réagissent par des baisses unanimes : -1,99% pour le Nikkei, -3,33% pour le CAC40 (à 3934 points), -3,73% pour le DAX30, -0,53% pour le Footsie, -1,33% pour le Dow Jones et -1,86% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3222\$.

• Septembre 2013 ->

Le jeudi 5, la BCE décide le statu quo pour ses taux directeurs. Dans sa conférence, il est à noter que le Président Draghi ne « partage pas l'enthousiasme » qui entoure la reprise parce qu'il estime que si les risques conjoncturels sont orientés à la baisse, de nouveaux dangers apparaissent, en particulier sur le plan géopolitique et dans le domaine des matières premières.

Comme avec la réunion du G20 à Saint-Petersbourg le 6 s'éloignent les frappes militaires de la Syrie, la fin de la première semaine du mois se traduit sur les marchés par des performances positives, donc bien meilleures que lors de la dernière semaine d'août : +3,52% du Nikkei, +2,93% du CAC40 (à 4049 points), +2,13% du DAX30, +2,10% du Footsie, +0,76% du Dow Jones, +1,10% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3178\$. Il en est de même pour la seconde semaine : +3,92% pour le Nikkei, +1,61% pour le CAC40 (à 4114 points), +2,82% pour le DAX30, +0,56% pour le Footsie, +3,04% pour le Dow Jones et +1,70% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3294\$.

Le mercredi 18, la Fed rassure les investisseurs en maintenant sa politique de soutien à l'économie au

travers de son programme de rachat mensuel de 85 milliards \$ de bons du Trésor et de titres hypothécaires, alors que nombreux étaient ceux qui avaient anticipé une réduction de ce programme, suite aux déclarations faites par Ben Bernanke le 22 mai ; ce qui présente malgré tout l'inconvénient de mettre du trouble dans la communication de la Fed et par conséquent de porter tort à sa crédibilité. Dès le lendemain, les marchés asiatiques, européens et américains enregistrent des hausses sensibles ; et les taux d'emprunt se détendent de part et d'autre de l'Atlantique. Comme cela vient d'être dit le « pas en arrière » de la Fed a agréablement surpris les marchés, d'où des performances positives en cette fin de 3^{ème} semaine : +2,34% pour le Nikkei, +2,17% pour le CAC40 (à 4204 points), +1,95% pour le DAX30, +0,19% pour le Footsie, +0,49% pour le Dow Jones, +1,41% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3125\$. Mais cette surprise, outre le fait qu'elle met à mal la crédibilité en la communication de la Fed, peut laisser sous-entendre que les résultats économiques sont moins bons qu'attendus, d'où des résultats très mitigés en fin de 4^{ème} semaine sur les marchés financiers : -0,04% pour le Nikkei, -0,40% pour le CAC40 (à 4187 points), -0,16% pour le DAX30, -1,27% pour le Footsie, -1,25% pour le Dow Jones et +0,18% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3522\$.

Le dimanche 22, le parti d'Angela Merkel (le parti conservateur de la CDU) remporte nettement les élections législatives, mais n'obtient cependant pas la majorité absolue, à 5 sièges près seulement : elle devra donc constituer une « grande coalition » avec le parti de son rival, le parti social démocrate (SPD), sachant que son allié actuel, le parti libéral (FDP), n'aura plus de représentants puisqu'il a récolté moins de 5% des voix.

Au moment où A. Merkel apparaît donc comme « l'homme fort » de l'Europe, se produit tout juste une semaine après un séisme politique en Italie : sous la pression de S. Berlusconi, les ministres qui appartiennent à son parti démissionnent du gouvernement, ce qui - encore une fois - plonge l'Italie, la troisième puissance économique de la zone euro, dans une profonde instabilité politique. Si on ajoute à cela les tensions permanentes en Grèce, la grande fragilité de l'économie de l'Espagne et de ses banques, et le désaveu par une majorité de Portugais de l'austérité qui leur est imposée par la Troïka, l'Europe du Sud connaît à nouveau une situation particulièrement difficile. Cela ne peut que nuire à toute la zone euro et compromettre les balbutiements de sa reprise économique. Sans parler de la question, devenue sempiternelle, du vote du budget aux États-Unis ni de la remise en cause de la croissance des économies émergentes : tout cela augure mal de l'évolution de l'activité mondiale.

Une bonne nouvelle est cependant donnée en cette fin de mois de septembre : l'inflation dans la zone euro a nettement baissé, ce qui fait que son rythme annuel est de 1,1% (contre 1,3% en août et contre 2,6% en septembre 2012 ; l'évolution des prix de l'énergie joue un rôle important dans ces résultats).

• Octobre 2013 ->

Mardi 1^{er} : aux États-Unis, comme il n'y a pas d'accord entre l'exécutif et le Congrès, le « shut down » est là, c'est-à-dire que de nombreuses administrations fédérales ferment et que des fonctionnaires sont mis au chômage technique. Mais le danger pourrait considérablement s'aggraver dans deux semaines si la négociation sur le plafond autorisé de la dette publique n'aboutissait pas, car cela voudrait dire que l'États-Unis ne pourraient plus emprunter : le secrétaire d'État considère même que si cette négociation échouait, « cela pourrait provoquer une crise financière encore pire que celle de 2008 ».

Pour sa réunion mensuelle, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit exceptionnellement le mercredi 2, et à Paris. Bien qu'il juge la reprise économique dans la zone euro « faible, fragile, inégale », il maintient ses taux directeurs et sa politique de guidage des anticipations et ne met pas en place de nouveaux dispositifs de gestion des liquidités, tout en se disant prêt, cependant, à envisager tous les outils disponibles pour que l'évolution des taux soit conforme à son réglage monétaire. Parmi ces outils, il y aurait probablement le LTRO (Long Term Refinancing Operations), c'est-à-dire un prêt à long terme accordé par la BCE aux banques ; peut-être même un « v LTRO » (very Long Term Refinancing Operations), autrement dit une opération de refinancement à très long terme. Rappelons qu'en 2011 et 2012, la BCE avait déjà utilisé cet outil pour 1100 milliards €, avec un terme de 3 ans, et insistons sur le côté dérogatoire de cette politique, dans la mesure où les interventions des Banques centrales correspondent normalement à des prêts à court terme et même à très court terme.

La fin de la 1^{ère} semaine se traduit sur les marchés boursiers par des performances plutôt négatives car,

malgré des résultats économiques plutôt encourageants de part et d'autre de l'Atlantique, les investisseurs sont polarisés par le shutdown américain et le risque de défaut de la plus grande économie du monde : - 4,98% pour le Nikkei, -0,54% pour le CAC40 (à 4164 points), -0,44% pour le DAX30, -0,90% pour le Footsie, -1,22% pour le Dow Jones et +0,69% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3557\$.

Le mardi 8, signature d'un accord d'échange de devises entre la BCE et la Banque centrale chinoise (PBoC). Cet accord de « swap » de devises, prévu pour l'instant pour 3 ans, a pour but d'accompagner et même de favoriser le développement du commerce entre la zone euro et la Chine en facilitant la couverture des besoins de financement des entreprises exportatrices : pour cela, les banques de la zone euro pourront s'approvisionner en renminbis (RMB) à hauteur de 42 Mds d'euros et les banques chinoises pourront compter sur 45 Mds d'euros. Rappelons ici que le yuan (CNY) est la monnaie de compte et le renminbi (RMB) - littéralement, monnaie du peuple - est la monnaie de paiement. Cet accord d'échange de devises entre la zone euro et la Chine suit des accords que ce pays a déjà signés avec des pays proches (Japon, Russie, Taïwan, Indonésie) et moins proches comme l'Argentine, la Biélorussie et récemment le Royaume-Uni. Ces accords s'inscrivent dans le mouvement d'internationalisation de la monnaie chinoise, commencé au milieu des années 2000 quand les autorités chinoises ont indexé leur monnaie sur un panier de devises et non plus sur le seul dollar, et accentué en 2010 quand il a été possible pour les exportateurs et importateurs chinois d'utiliser le yuan pour les règlements. Ce mouvement se traduit aussi, parallèlement, par la prochaine libre convertibilité de la devise chinoise dans la zone de libre échange de Shanghaï lancée fin septembre. Sachant que des entreprises étrangères peuvent maintenant émettre des actions sur le marché boursier de Shanghaï, celui-ci peut devenir une place financière à vocation internationale. Cette internationalisation multidimensionnelle semble inéluctable quand on sait que pour la 2^{ème} économie mondiale, en passe de devenir la première, seulement 16% de son commerce extérieur sont libellés en yuan et que seulement 1% des transactions financières mondiales se font en yuan.

Le mercredi 9, le Président Obama nomme Janet Yellen à la tête de la Fed pour remplacer Ben Bernanke à partir de fin janvier 2014, à condition bien sûr que le Congrès la confirme dans cette fonction. J. Yellen, universitaire de carrière, est vice-présidente de la Fed depuis 2010. Elle a soutenu et même inspiré la politique monétaire non conventionnelle menée par Ben Bernanke et s'attache autant sinon plus à la lutte contre le chômage qu'à la lutte contre l'inflation.

Le lendemain, le jeudi 10, toujours aux États-Unis, les Républicains acceptent de relever pour six semaines supplémentaires le plafond de la dette. Le problème reste entier mais il est repoussé du 17 octobre au 22 novembre... Mais en réalité, le Président Obama va refuser cette solution temporaire : il veut un traitement durable du problème du plafond de la dette. Le jeudi 17 octobre reste donc bien la date fatidique.

La deuxième semaine du mois se termine sur les marchés financiers par des performances plutôt positives, même si la volatilité s'est accrue : +2,71% pour le Nikkei, +1,34% pour le CAC40 (à 4220 points), +1,18% pour le DAX30, +0,52% pour le Footsie, +1,09% pour le Dow Jones et -0,42% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3543\$.

Le mercredi 16, donc la veille du 17, le Congrès américain trouve un compromis et un accord à minima avec la Maison blanche permet de relever temporairement le plafond de la dette, jusqu'au 7 février 2014, et de reprendre le financement des services fédéraux jusqu'au 15 janvier. Une commission bicamérale doit, d'ici le 13 décembre, élaborer une stratégie budgétaire de long terme. Certes, cet accord met fin temporairement aux inquiétudes des détenteurs de titres publics américains et réduit les tensions sur les marchés financiers ; mais il n'empêche que la méfiance sur la qualité de la dette américaine s'est installée, que le statut international du dollar peut s'en trouver perturbé et que la croissance risque d'en être amoindrie à cause du renchérissement du crédit qu'entraîne la défiance des marchés.

Alors que l'on n'a plus à craindre, au moins temporairement, le risque de défaut des États-Unis, on commence à craindre dans la zone euro le risque de déflation. En effet, ce même mercredi 16, on apprend que le taux d'inflation pour septembre est tombé à 1,1% contre 2,6% un an auparavant. Le seul avantage que cette désinflation présente est le soutien, en termes réels, du pouvoir d'achat des agents. Mais en plus du risque déflationniste qu'elle fait courir, surtout que l'on est déjà dans la trappe monétaire, cette désinflation renchérit, également en termes réels, le coût des emprunts d'État, ce qui pourrait à la longue

creuser notre déficit et alourdir dangereusement notre dette.

Le jeudi 17, publication dans le quotidien allemand « Die Zeit », d'un article intitulé « Vers une union de l'euro », réalisé par le « Glienicker Gruppe » (le groupe Glienicke), qui rassemble 11 experts en économie, droit et science politique. Pour la version française de ce texte important, aller à l'adresse Internet :

<http://www.notre-europe.eu/media/tribune11allemandsne-ijdoct2013.pdf?pdf=ok>.

Notons que les membres de ce groupe feront paraître dans Le Monde daté du 31 décembre 2013 un article défendant aussi « une intégration plus profonde et une gouvernance économique » et développant quatre principes pour « intensifier le processus d'intégration ».

Notons que les propositions du groupe Glienicke sont à rapprocher de celles du Conseil pour l'avenir de l'Europe faites déjà en septembre 2011. Et plus tard on retrouvera cette volonté d'un projet politique pour la zone euro au travers d'une « communauté politique de l'euro » que propose le groupe Eiffel - voir Le Monde du 15/2/2014, p. 16 -, et dans l'appel que lancent de nombreux experts dans leur appel paru dans Le Monde du 18/2/2014.

Après la fin du suspens américain, les marchés financiers retrouvent leur calme à la fin de la troisième semaine : + 1,09% pour le Nikkei, +1,57% pour le CAC40 (à 4286 points), +1,61% pour le DAX30, +2,09% pour le Footsie, + 1,07% pour le Dow Jones, +3,23% pour le Nasdaq.

L'euro cote 1,3687 \$ le vendredi 18. Et il continue sa progression les jours suivants, dépasse même 1,38\$, ce qui l'approche de la barre des 1,40 \$. Cette envolée s'explique, comme presque toujours, par la dépréciation du dollar, causée tout à la fois par la crise politique aux États-Unis, par la politique durable de facilité monétaire menée par la Fed et par les informations très récentes et plus que mitigées concernant l'emploi américain. La faiblesse du dollar est source d'instabilité monétaire mondiale et la force relative de l'euro complique bien sûr la situation des économies de la zone euro.

Rappelons qu'un euro trop fort (beaucoup estiment que le taux de change d'équilibre euro/dollar, calculé sur la base de la PPA, est de 1,10 \$ environ, d'où une surévaluation de plus de 20%) présente l'avantage d'être désinflationniste mais l'inconvénient d'être contre-compétitif; et à un moment où l'inflation est déjà très basse – au point de faire craindre la déflation – l'inconvénient l'emporte nettement sur l'avantage. Soulignons les principales raisons qui expliquent la relative surévaluation de l'euro : on a souvent avancé une cause externe, à savoir la dépréciation du dollar, mais deux raisons internes à la zone euro elle-même jouent beaucoup : la hausse des taux réels qu'induit la faible inflation - d'où des entrées de capitaux - et l'amélioration forcée des soldes courants des pays européens. Et s'enclenche un cercle vicieux puisque l'appréciation de l'euro est elle-même un facteur de désinflation comme cela vient d'être dit.

La quatrième semaine se termine sur les places financières par de louables performances, mis à part au Japon : - 3,25% pour le Nikkei, - 0,32% pour le CAC40 (à 4272 points, ce qui approche l'indice des 4333 points qu'il avait juste avant la faillite de Lehman Brothers), +1,36% pour le DAX30 (cet indice a franchi au cours de la semaine, et pour la 1^{ère} fois de son histoire, la barre des 9000 points), +1,49% pour le Footsie, +1,11% pour le Dow Jones, +0,74% pour le Nasdaq. L'euro reste élevé en cotant 1,3802\$, ce qui renforce le risque déflationniste.

• Novembre 2013 ->

Le tout début du mois commence par un net recul de l'euro ; non seulement par rapport au dollar mais aussi par rapport aux autres monnaies. Cela s'explique par deux records que la zone euro vient d'enregistrer, le premier avec un taux de chômage de 12,2% (chiffre de septembre) et le second avec un taux d'inflation très bas de 0,7% sur un an (chiffre d'octobre), ce qui attise les inquiétudes sur la santé de l'économie européenne (risque de déflation, insuffisance de la demande, plus grande difficulté à résoudre le problème des déficits publics et de la dette publique) et questionne les investisseurs sur l'attitude que va adopter la BCE lors de la prochaine réunion mensuelle de son Conseil des gouverneurs : va-t-elle baisser ses taux ? Surtout que la monnaie unique reste malgré tout surévaluée, spécialement pour les pays en difficulté avérée ou relative.

Cette réunion a lieu le jeudi 7 et, contrairement au statu quo annoncé par beaucoup, la BCE annonce logiquement, en fonction de ce qui vient d'être dit, la baisse de ses taux : le taux des opérations principales de refinancement passe de 0,5% à 0,25% et le taux de la facilité de prêt marginal passe de 1% à 0,75%, le taux de la facilité de dépôt restant à 0%.

Le vendredi 8, l'agence Standard & Poor's dégrade d'un cran la dette française, la faisant passer de AA+ à AA en considérant que la marge de manœuvre budgétaire du pays s'est réduite et que le niveau du chômage empêche le gouvernement de faire les réformes structurelles et sectorielles nécessaires pour élever le taux de croissance.

Est-ce que François Hollande redirait ce qu'il a dit quand la même agence de notation a retiré en janvier 2012 son triple A à notre pays : « c'est une politique qui a été dégradée, pas la France » ? Cela dit, dans son blog daté du 8 novembre, le prix Nobel d'économie Paul Krugman prend la défense de la politique économique française en estimant que cette dégradation se fonde sur des préjugés idéologiques de S&P, que l'on ne sait pas grand chose sur les déterminants de la croissance et que la réduction des déficits publics par augmentation de la pression fiscale n'a pas d'effet vraiment négatif sur la dynamique de la croissance. Mais dans un article du Monde en date du 16 novembre, Philippe Aghion, professeur à Harvard et à l'École d'économie de Paris, et pourtant soutien de F. Hollande lors de l'élection présidentielle de 2012, critique sévèrement Paul Krugman. L'économiste français montre en particulier, à partir de plusieurs exemples et tout spécialement celui de la Suède, que la diminution des dépenses publiques et les réformes structurelles sont plus efficaces que l'alourdissement de la pression fiscale pour tout à la fois réduire les déficits publics et défendre notre système social. Cette analyse rejoint nos réflexions faites plus haut à plusieurs reprises.

La fin de la semaine se traduit sur les places financières par des performances plutôt négatives, à cause en particulier du risque de voir la Fed changer de politique monétaire et de voir l'Europe entrer en déflation ou pour le moins fonctionner à vitesse très réduite : -1,68% pour le Nikkei, -0,30% pour le CAC40 (à 4260 points), +0,78% pour le DAX 30, -0,39% pour le Footsie, +0,94% pour le Dow Jones, -0,07% pour le Nasdaq. Mais, pour relativiser, il convient de souligner en particulier que le CAC 40 a dépassé au cours de la semaine le cours qu'il avait atteint la veille de la chute de Lehman Brothers. L'euro cote 1,336\$.

Le mercredi 13, relayant des observations déjà faites de manière plus ou moins feutrée par le FMI et l'administration américaine, la Commission européenne ouvre une enquête sur l'excédent de la balance courante de l'Allemagne (environ 7% du PIB) parce qu'elle considère que celui-ci, dépassant le seuil de 6% retenu depuis 2011 comme indicateur de dysfonctionnement macroéconomique, est un facteur de déséquilibre pour toute la zone euro, selon le vieux principe que les excédents des uns font les déficits des autres. *Cela aurait pu être sans doute nécessaire il y a deux ou trois ans mais cela semble excessif aujourd'hui dans la mesure où les augmentations de salaires actuellement admises dynamisent la demande intérieure (la croissance allemande du 3^{ème} trimestre - +0,3% - est beaucoup plus portée par la demande intérieure que par la demande étrangère, et de plus on va vers l'introduction d'un SMIC), et surtout où les exportations de l'Allemagne se font de plus en plus hors zone euro : en 2013, l'excédent commercial allemand est obtenu à moins de 28% grâce aux échanges avec des pays de la zone euro contre plus de la moitié en 2006. En réalité, la Commission se sert sans doute de cette enquête sur l'économie allemande pour faire contrepoids aux critiques qu'elle adresse aux autorités françaises sur leur politique budgétaire et sur l'insuffisance des réformes structurelles. Effectivement, les statistiques macroéconomiques de la France pour le troisième trimestre de cette année révèlent, s'il en est besoin, les difficultés actuelles de notre économie : l'activité a reculé de 0,1%, la consommation reste atone, l'investissement des entreprises continue à baisser, les exportations diminuent et le chômage est toujours élevé.*

Le même jour, l'économiste en chef de la BCE rappelle que l'institution est prête à tout pour faire éviter la déflation à la zone euro. Il faut sans doute entendre par là qu'elle pourrait décider de faire directement des achats d'actifs, ce que fait depuis quelque temps la Fed mais que la BCE s'est refusée à faire jusqu'à maintenant.

Le vendredi 15, c'est la première fois qu'est mise en place la procédure de surveillance - a priori - des projets de budgets des États membres par la Commission européenne (procédure décidée lors du Conseil européen des 8 et 9 décembre 2011) : la Commission estime que le projet français de budget pour 2014 est « en ligne avec les exigences du pacte de stabilité et avec la recommandation » qu'elle a faite au printemps, même si la trajectoire qu'elle avait fixée ne pourra pas être respectée (déficit pour 2013 de 4,1% contre 3,9% après le délai supplémentaire de 2 ans accordé) ; mais elle pense aussi que l'État français n'aura plus de marge de manœuvre budgétaire en 2014.

ANNEXE SUR LES FINANCES PUBLIQUES

Principaux ratios de finances publiques de 2007 à 2012

	en % du PIB					
	2007	2008	2009	2010 (r)	2011 (r)	2012
Déficit public notifié (1)	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8
Dette publique notifiée (1)	64,2	68,2	79,2	82,4	85,8	90,2
Dette publique nette (2)	59,6	62,3	72,0	76,0	78,7	82,4
Recettes publiques	49,9	49,9	49,2	49,5	50,6	51,8
Dépenses publiques	52,6	53,3	56,8	56,6	55,9	56,6
Prélèvements obligatoires	43,4	43,2	42,1	42,5	43,7	45,0

r : données révisées.

(1) : au sens du traité de Maastricht.

(2) : dette publique notifiée diminuée de certains éléments d'actif.

Champ : France.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2005.

Principales dépenses par administrations publiques en 2012

2012

	APu (y compris État)		État		APu locales		A de sécurité sociale		APu (2)	
	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)	en Mds d'euros	2012/2011 (en %)
Consommations intermédiaires	36,7	4,9	25,3	7,4	51,3	3,9	26,1	3,2	114,0	4,1
Rémunérations des salariés	134,7	1,3	117,5	1,0	72,3	3,1	60,7	1,9	267,7	1,9
Intérêts	44,0	-2,6	44,1	-2,5	3,3	-3,8	5,3	13,2	52,1	-1,0
Prestations sociales (1)	87,2	3,7	66,5	3,8	23,5	3,2	418,0	3,5	528,7	3,5
Formation brute de capital fixe	9,7	-3,9	4,9	-2,3	45,4	3,5	8,6	-1,3	63,7	1,7
Total des dépenses (2)	453,1	1,8	421,2	1,6	242,5	3,1	549,0	3,2	1 151,3	2,9

(1) : en espèce et en nature.

(2) : les transferts au sein d'un même secteur sont consolidés. La somme des dépenses des secteurs est donc supérieure à celle de l'ensemble des administrations publiques.

Source : Insee, comptes nationaux - base 2005.

Source : INSEE

Notons que les intérêts, autrement dit la charge de la dette, ont diminué entre 2011 et 2012 grâce à la faiblesse des taux. Il n'empêche qu'ils sont le deuxième poste budgétaire, presque à égalité avec L'Éducation nationale, et qu'ils représentent actuellement environ 27% du montant des emprunts annuels qui sont nécessaires pour financer le déficit et honorer les échéances de la dette. On n'ose pas imaginer la situation que créerait la hausse des taux d'intérêt...

Pour compléter ces informations sur les finances publiques, voici un document de la Banque de France qui permet d'utiles comparaisons internationales :

Finances publiques

en pourcentage du PIB

	Recettes totales des APU (a)/(b)/(d)		Dépenses totales des APU (b)/(c)/(d)		Solde des finances publiques des APU (b)/(d)				Dettes brutes des APU (b)/(d)			
	2011	2012	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
France	50,6	51,8	55,9	56,6	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8	79,2	82,4	85,8	90,2
Allemagne	44,3	44,8	45,2	44,7	-3,1	-4,2	-0,8	0,1	74,5	82,5	80,0	81,0
Autriche	48,3	49,2	50,8	51,7	-4,1	-4,5	-2,5	-2,5	69,2	72,3	72,8	74,0
Belgique	49,6	51,0	53,5	55,0	-5,6	-3,7	-3,7	-4,0	95,7	95,7	98,0	99,8
Chypre	39,9	40,0	46,3	46,4	-6,1	-5,3	-6,3	-6,4	58,5	61,3	71,5	86,6
Espagne	36,2	37,1	45,7	47,8	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	54,0	61,7	70,5	86,0
Estonie	38,7	39,2	37,5	39,5	-2,0	0,2	1,1	-0,2	7,1	6,7	6,1	9,8
Finlande	54,1	54,4	55,2	56,6	-2,5	-2,5	-0,7	-1,8	43,5	48,7	49,2	53,6
Grèce	42,4	44,6	52,0	53,6	-15,7	-10,7	-9,5	-9,0	129,7	148,3	170,3	156,9
Irlande	34,0	34,5	47,1	42,6	-13,7	-30,6	-13,1	-8,2	64,4	91,2	104,1	117,4
Italie	46,1	47,7	49,8	50,6	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0	116,4	119,3	120,7	127,0
Luxembourg	42,7	43,7	42,6	44,3	-0,7	-0,8	0,1	-0,6	15,5	19,5	18,7	21,7
Malte	38,9	40,1	41,7	43,4	-3,7	-3,5	-2,8	-3,3	66,5	66,8	69,5	71,3
Pays-Bas	45,6	46,4	49,9	50,4	-5,6	-5,1	-4,3	-4,1	60,8	63,4	65,7	71,3
Portugal	45,0	40,9	49,3	47,4	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	83,7	94,0	108,2	124,1
Slovaquie	33,3	33,2	38,4	37,8	-8,0	-7,7	-5,1	-4,5	35,6	41,0	43,4	52,4
Slovénie	43,6	44,2	49,9	48,1	-6,3	-5,9	-6,3	-3,8	35,2	38,7	47,1	54,4
Zone euro	45,3	46,2	49,5	49,9	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	80,0	85,4	87,3	90,6
Bulgarie	33,6	35,2	35,6	35,9	-4,3	-3,1	-2,0	-0,8	14,6	16,2	16,3	18,5
Croatie	40,1	40,6	47,9	45,5	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	36,6	44,9	51,6	55,5
Danemark	55,7	55,3	57,6	59,5	-2,7	-2,5	-1,8	-4,1	40,7	42,7	46,4	45,4
Hongrie	54,3	46,6	50,0	48,7	-4,6	-4,3	4,3	-2,0	79,8	82,2	82,1	79,8
Lettonie	34,9	35,1	38,4	36,5	-9,8	-8,1	-3,6	-1,3	36,9	44,4	41,9	40,6
Lituanie	33,2	32,7	38,7	36,1	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	29,3	37,8	38,3	40,5
Pologne	38,4	38,3	43,4	42,2	-7,5	-7,9	-5,0	-3,9	50,9	54,9	56,2	55,6
Roumanie	33,9	33,6	39,5	36,6	-9,0	-6,8	-5,6	-3,0	23,6	30,5	34,7	37,9
Royaume-Uni	40,3	41,8	48,0	47,9	-11,4	-10,1	-7,7	-6,1	67,1	78,4	84,3	88,7
Suède	51,5	51,6	51,5	52,0	-0,7	0,3	0,2	-0,2	42,6	39,4	38,6	38,2
République tchèque	40,0	40,1	43,2	44,5	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	34,6	38,4	41,4	46,2
Union européenne	44,6	45,4	49,0	49,3	-6,9	-6,5	-4,4	-3,9	74,3	79,8	82,3	85,1
États-Unis	31,4	31,7	41,6	40,3	-11,9	-11,4	-10,2	-8,7	88,8	97,9	102,3	106,3
Japon	33,1	33,3	42,0	43,2	-8,8	-8,3	-8,9	-9,9	188,7	193,3	210,6	219,1

APU : administrations publiques

(a) Ensemble des recettes courantes

(b) Pour les pays européens, chiffres notifiés à la Commission européenne et vérifiés par Eurostat

(c) Dépenses courantes + dépenses en capital nettes. Les recettes issues de la vente de licences UMTS sont enregistrées comme des dépenses en capital avec un signe négatif.

(d) Pour les pays non européens, chiffres définis par le système européen des comptes (SEC 1995) (source OCDE)

Sources : Commission européenne, Eurostat, OCDE

Réalisé le 14 novembre 2013

Banque de France

Zone euro • Principaux indicateurs économiques et financiers

Sur les marchés boursiers, la fin de la deuxième semaine est très bien orientée : +7,66% pour le Nikkei, +0,75% pour le CAC40 (à 4292 points), +1% pour le DAX30, -0,22% pour le Footsie, +1,27% pour le Dow Jones, +1,70% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3496\$.

On note pour la fin de la troisième semaine, +1,42% pour le Nikkei, -0,342% pour le CAC 40 (à 4279 points), +0,55% pour le DAX30, -0,29% pour le Footsie, + 0,65% pour le Dow Jones qui dépasse pour la 2ème fois de son histoire les 16 000 points, +0,13% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3558\$.

Le vendredi 29, l'agence S&P baisse d'un cran la note des Pays-Bas qui perdent donc leur triple A pour se retrouver avec AA+. Seuls, en Europe, l'Allemagne, la Finlande et le Luxembourg ont toujours AAA.

Sur les places boursières, la dernière semaine du mois de novembre se termine par des performances plutôt positives : +1,82% pour le Nikkei, +0,39% pour le CAC40 (à 4295 points) ; +2,02% pour le DAX30, -0,36% pour le Footsie, +0,13% pour le Dow Jones et +1,71% pour le Nasdaq (qui dépasse pour la première fois depuis 13 ans le seuil des 4000 points). L'euro cote 1,3573\$.

• Décembre 2013 ->

Le lundi 2, l'European Securities and Markets Authority (ESMA) publie les résultats d'une enquête sur l'activité des 3 principales agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) qui ont 95% du marché. Le rapport est très critique : l'ESMA constate à plusieurs reprises des occasions de conflits d'intérêt et conteste les compétences de ceux à qui est confié le travail d'analyse.

Le jeudi 5, statu quo des taux directeurs décidé par la BCE. Celle-ci prévoit des taux d'inflation de 1,1% en 2014 et de 1,3% en 2015 : « une période trop longue de basse inflation n'est pas une bonne chose » et elle se tient donc sur ses gardes face au risque de déflation : « elle est prête à utiliser les outils qui restent dans sa "boîte aux outils" et qui sont, tous, techniquement prêts ».

La première semaine du mois se termine sur les marchés financiers par des performances assez négatives à cause de l'inquiétude des investisseurs sur le resserrement monétaire éventuel de la Fed : -2,31% pour le Nikkei, -3,86% pour le CAC40 (à 4129 points), -2,48% pour le DAX30, -1,48% pour le Footsie, -0,41% pour le Dow Jones et +0,06% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3705\$.

Le mercredi 11, un accord est obtenu entre le Parlement européen et les États sur un aspect important du projet d'union bancaire, à savoir le souci de dissocier dette souveraine et dette bancaire : les créanciers privés seront appelés à renflouer les établissements financiers en situation de faillite, pour éviter l'appel systématique aux contribuables, et ce dès 2016. On passera ainsi du principe du bail-out, qui confie aux États, donc aux contribuables, le soin de sauver les banques en difficulté, au principe du « bail-in » où ce sauvetage sera assuré par les actionnaires et les créanciers des banques. La question qui se pose d'emblée est de savoir dans quelle mesure les épargnants pourront être sollicités : les dépôts seront garantis jusqu'à 100 000 euros par compte et au-delà de cette somme, les personnes physiques et les PME bénéficieront d'un traitement préférentiel par rapport aux autres créanciers. Le 17 décembre seront précisées les modalités de la garantie des dépôts bancaires : dans un délai de 10 ans à partir de l'entrée en vigueur de ces nouvelles règles, chaque mécanisme national de garantie devra disposer d'un montant égal à 0,8% des dépôts couverts. Le délai pourra être prolongé si la garantie doit être activée dans la période initiale de 10 ans. Les banques y contribueront en fonction de leur profil de risque. Quant aux déposants, ils recevront leur argent dans un délai de sept jours ouvrables après la faillite de la banque, contre 20 jours actuellement, même si des exceptions sont possibles jusqu'en 2024.

La fin de la deuxième semaine se traduit par des scores plutôt négatifs parce que les investisseurs attendent avec quelque inquiétude la décision du prochain comité monétaire américain qui pourrait marquer un changement d'orientation : +0,67% pour le Nikkei, -1,69% pour le CAC40 (à 4060 points), -1,81% pour le DAX30, -1,71% pour le Footsie, -1,65% pour le Dow Jones, -1,51% pour le Nasdaq. L'euro cote 1,3742\$.

Dimanche 15, formation du gouvernement allemand après un accord de « grande coalition » signé le 26 novembre entre le SPD et la CDU, après 2 mois de dures négociations. Mardi, Angel Merkel sera élue pour la troisième fois chancelière, et cela pour 4 ans.

Alors que les politiques allemands illustrent leur culture du compromis et de la coalition, les économistes allemands profitent de cette période pour exprimer leurs divergences à propos du devenir de la zone euro en général et de la politique monétaire de la BCE en particulier, attaquée en particulier devant la Cour constitutionnelle de Karlsruhe par ceux qui n'acceptent pas le dispositif OMT. En réponse à cette attaque, un appel a été lancé pour défendre la politique de la BCE et a été signé par près de 250 signatures, mais dont les 3/4 sont non allemandes, avec celles de plusieurs économistes français de renom : selon les signataires, certes l'OMT présente des risques mais les avantages de ce dispositif de sauvetage - qui, à cette heure, n'a toujours pas été mis en œuvre - leur semblent être nettement plus importants que les inconvénients. En réaction, la Frankfurter Allgemeine Zeitung publie un article de 136 économistes allemands pour affirmer que la politique de la BCE est « non conforme au droit et économiquement erronée » et aller jusqu'à penser que la zone euro n'est pas viable. Parmi eux, certains sont carrément pour la fin de la zone euro tandis que d'autres ne demandent que la sortie de la zone des pays en trop grande difficulté financière. À leur tour, des économistes allemands, formant le « groupe de Glienicke » avec des politologues et des juristes, répondent aux « anti-euro » et/ou « anti-BCE » en militant en faveur au contraire pour un approfondissement de l'intégration européenne car c'est pour eux la seule façon de sauver la zone euro qui est bel et bien en proie à une crise grave sur les plans à la fois économique, financier et politique (voir plus en haut en date du 17 octobre).

Mercredi 18 : date importante pour l'économie européenne et pour l'économie mondiale tout entière puisque d'un côté l'Ecofin se réunit à propos de l'union bancaire et de l'autre le comité de politique monétaire de la Fed tient sa réunion périodique - qui sera la dernière sous la direction de Ben Bernanke - pour réduire éventuellement ses injections de liquidités afin de soutenir l'activité économique.

- La réunion de l'Écofin débouche finalement sur un accord concernant le second pilier de l'union bancaire. Rappelons que le premier, qui porte sur la supervision unique par la BCE et qui entrera en vigueur fin 2014, a fait l'objet d'un accord il y a tout juste un an (c'est la Française Danièle Nouy qui prendra la tête du MSU). Ajoutons qu'en réalité trois piliers étaient prévus à l'origine, le troisième étant le système unique de garantie des dépôts, mais ce SDGS fut écarté par l'Écofin. Le second pilier concerne le mécanisme unique de résolution des faillites des banques de la zone euro, qui fonctionnera à partir de 2015 : un conseil de résolution décidera de la recapitalisation ou de la faillite ordonnée de tel ou tel établissement et un fonds unique, alimenté par les banques, aura en charge progressivement - sur 10 ans à partir de 2016, parce qu'au début national pour devenir ensuite fédéral - la mise en œuvre financière de la faillite ou de la restructuration de l'établissement. Le MES sera associé au dispositif mais dans sa forme actuelle : il ne pourra donc pas prêter directement aux banques.

L'utilisation du mécanisme unique de résolution se déroulera de la manière suivante : une fois le signal tiré par la BCE (1^{er} pilier), le conseil de résolution prend le relais pour faire une proposition dans le but de préparer la décision qui revient au Conseil des ministres de l'économie, après avis de la Commission sur la proposition faite. Si la décision est de renflouer la banque en difficulté, ce sont les acteurs privés et non les contribuables qui auront en charge le renflouement à hauteur de 8% du passif de la banque. Au-delà, c'est le fonds de résolution qui intervient, sachant que ce fonds doit être abondé par les banques elles-mêmes. Il est à signaler que pour les très gros sauvetages, le vote de toutes les autorités nationales sera nécessaire, ce qui permet à l'Allemagne de limiter la portée de la mutualisation des ressources. De plus, plusieurs experts rejoignent le Président de la BCE lui-même qui se demande si l'accord conclu dans la nuit du 18 au 19 ne complique pas excessivement le dispositif au point de le rendre pratiquement inutilisable : serions-nous alors revenus au point de départ comme se le demandent deux membres de la commission économique et monétaire du Parlement européen dans un article publié le 24 par Le Monde ? De surcroît, si le montant de dettes souveraines détenues par les banques des pays de la zone euro a diminué au cours de 2013, on constatera une remontée en 2014, ce qui renoue le lien entre risque bancaire et risque souverain.

- La Fed décide de réduire son soutien à l'économie en abaissant de 10 milliards ses achats de titres publics, qui passent donc, mensuellement, de 85 à 75 milliards de dollars. Mais le taux directeur de 0% n'est pas modifié et, d'ailleurs un peu en contradiction avec les déclarations antérieures, ce taux sera maintenu à ce niveau très bas « bien après » que le taux de chômage soit passé sous la barre des 6,5% qui est le seuil retenu pour pouvoir dire que la situation de l'emploi s'est améliorée.

Le **vendredi 20**, l'agence S&P dégrade d'un cran (de AAA à AA+) l'Union européenne parce qu'elle estime que les négociations budgétaires de l'UE sont devenues plus tendues, qu'il y a une montée des risques concernant le soutien que certains États membres pourraient apporter à l'UE et que par

conséquent la cohésion entre eux a diminué.

Le même jour, Le Monde publie un article intéressant de Guillaume Sarlat – ancien rapporteur de la Commission Pébereau sur la dette publique – qui porte sur les solutions envisageables pour soulager les États du fardeau qu'est pour eux l'endettement public. Parmi les solutions déjà utilisées pour ce faire, il y a celle du défaut, total ou partiel comme cela a été fait pour la Grèce, avec les conséquences économiques, sociales et politiques que l'on sait. Il y aussi l'intervention de la banque centrale pour acheter des titres de la dette publique, directement – comme le fait la Fed – ou indirectement – comme le fait la BCE ; mais le gonflement du bilan de la banque centrale par l'accumulation de créances pour le moins douteuses constitue bien sûr un danger. L'auteur de l'article avance donc la solution de la transformation de la dette publique en dette perpétuelle : l'État n'aurait en somme à rembourser que des intérêts prédéterminés. Cette solution n'est vraiment pas nouvelle puisque l'on cite souvent pour l'illustrer le cas de l'emprunt souscrit par Charles X. Et notre pays a connu pendant tout le dernier tiers du 19^{me} siècle une situation de fort endettement public mais on ne parlait pas pour autant de surendettement ni a fortiori de crise car la dette était perpétuelle à 95% et était détenue pour l'essentiel par les Français eux-mêmes : c'était pour eux une « rente ». Aujourd'hui, le problème que soulève la dette publique française est qu'il y a depuis plusieurs années deux évolutions liées : d'une part, la réduction de la maturité moyenne de la dette publique française (7 ans), ce qui contraint l'État à réemprunter chaque année les dettes qui arrivent à échéance, et d'autre part, son internationalisation puisque les résidents n'en possèdent environ que le tiers, d'où la dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers, autrement dit du marché financier international. Mais comme le montre bien G. Sarlat, la dette perpétuelle peut avoir de nombreux avantages (voir Le monde du 20/12/2013). D'abord, comme le taux d'intérêt est fixé une fois pour toutes, « il n'y a plus de contrainte de refinancement ni de sensibilité aux taux d'intérêt ». Ensuite, la dette perpétuelle correspond en quelque sorte à un échange mutuellement avantageux entre l'État et les investisseurs : ceux-ci disposent d'un moyen sûr de placer l'épargne longue dont ils disposent, comme c'est le cas en particulier pour les fonds de pension, les caisses de retraite et les compagnies d'assurances, et la dette représente du point de vue de l'État « un capital détenu par des investisseurs qui seraient associés à la réussite du pays ». De plus, la solution serait actuellement d'autant plus profitable que les taux sont bas, et les États auraient la possibilité de se désendetter en rachetant de leur propre dette si les taux baissaient encore davantage. De toute façon, le sujet permet de bien prendre conscience qu'il ne faut pas raisonner avec un État comme on le fait avec un agent privé, tout simplement parce qu'un État n'est pas mortel et que par conséquent il peut être constamment endetté : on doit par exemple se demander si le Japon remboursera un jour son énorme dette. Pour finir sur ce point, on pourrait se demander un peu malicieusement s'il ne vaut mieux une dette perpétuelle qu'une dette qui se perpétue constamment.

L'avant-dernière semaine du mois de décembre se termine par des hausses généralisées sur les places financières : +3,03% pour le Nikkei, +3,3% pour le CAC40 (à 4194 points), +4,37% pour le DAX30, +2,59% pour le Footsie, +2,96% pour le Dow Jones et +2,59% pour le Nasdaq. Les investisseurs sont rassurés par la faible ampleur du resserrement monétaire annoncé par la Fed pour début 2014 et par le fait que le taux directeur va rester très bas encore longtemps. L'euro cote 1,3673 \$.

Le 31 décembre, le Président français François Hollande annonce lors des vœux un « pacte de responsabilité » pour que soient créés des emplois en contrepartie d'une baisse du coût du travail, d'un amoindrissement des contraintes sur les activités et de davantage de dialogue social.

Ce pacte de responsabilité appelle trois commentaires (voir les réflexions d'Olivier Favereau dans Le Monde du 10 janvier 2014) :

- *d'abord, on peut lier ce pacte à un raisonnement mécanique traditionnel en ce sens qu'on sait que de telles mesures, spécialement quand elles abaissent le coût du travail à renforts de baisse des charges sociales et fiscales, sont susceptibles d'inciter les entreprises à embaucher ;*
- *ensuite, une entreprise qui embauche est à l'origine d'externalités positives (production de richesses et de mieux-être individuel et collectif, d'entrées sociales et fiscales supplémentaires, de réduction de coûts sociaux et humains), alors qu'une entreprise qui licencie produit au contraire des externalités négatives ; or, l'État doit être un gestionnaire des externalités en mettant en place des mesures pour internaliser au maximum les externalités positives et négatives ;*
- *l'ouverture des économies avec la mondialisation et le désengagement de l'État avec la libéralisation ambiante font que l'interventionnisme étatique a considérablement perdu de son efficacité et même de sa légitimité ; si bien que les*

entreprises partagent de fait avec l'État la responsabilité de la situation économique et sociale globale. « Plus l'État se retire de l'économie, plus les entreprises s'avancent vers le politique, à savoir l'inéluctable reconnaissance d'une stature (sinon d'un statut) politique, due à leur propriété intrinsèque : la création d'emplois marchands ». (O. Favereau).

Sur l'année 2013, le CAC40, le DAX et le Dow Jones ont connu une tendance générale haussière (+ 14,69% pour le CAC40 mais avec des creux spécialement en avril, mi-juin, fin août et mi-décembre, + 23,31% pour le DAX et + 22,65% pour le Dow Jones). La volatilité du Footsie a été plus grande, mais autour d'une tendance assez plate aux environs de 6600 points.

www.christian-biales.fr